

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

SLABOSTI NAGRAJEVANJA UPRAVE DELNIŠKE DRUŽBE Z
DELNIŠKIMI OPCIJAMI

Ljubljana, junij 2004

BLAŽ JAKIČ

IZJAVA

Študent _____ izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom _____ in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____ Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1. OPCIJE IN NJIHOVO VREDNOTENJE.....	1
1.1. DEFINICIJA OPCIJE	1
1.2. VREDNOST OPCIJE	4
1.3. BLACK-SCHOLES MODEL.....	6
1.4. BLACK-SCHOLES FORMULA	7
1.5. PRIMER KOTIRAJOČE DELNIŠKE OPCIJE.....	9
2. DELNIŠKE OPCIJE KOT INSTRUMENT NAGRAJEVANJA UPRAVE DELNIŠKE DRUŽBE.....	10
2.1. AGENTSKI ODNOSI.....	10
2.2. UČINKOVIT NAČIN NAGRAJEVANJA MENEDŽERJEV	11
2.3. OPCIJSKI NAČRT	11
2.4. DELNIŠKE OPCIJE KOT NAGRADA V TEORIJI	13
2.5. DELNIŠKE OPCIJE KOT NAGRADA V PRAKSI.....	14
2.6. FINANČNI PROBLEMI PODELJENIH DELNIŠKIH OPCIJ	16
2.6.1. <i>Razdeljevanje dobička.....</i>	<i>16</i>
2.6.2. <i>Časovni dejavnik vrednosti opcij</i>	<i>17</i>
2.6.3. <i>Tveganje podjetja</i>	<i>18</i>
2.6.4. <i>Zgodnja izvršitev opcij</i>	<i>20</i>
2.6.5. <i>Znižanje izvršilne cene opcij</i>	<i>21</i>
2.6.6. <i>Zadrževanje delnic po izvršitvi opcij.....</i>	<i>22</i>
2.6.7. <i>Zavarovanje pred nesistematičnim tveganjem</i>	<i>22</i>
2.6.8. <i>Nagrajevanje povprečnosti</i>	<i>23</i>
2.6.9. <i>»Reloading«</i>	<i>24</i>
2.6.10. <i>Računovodsko napihovanje dobička</i>	<i>25</i>
2.6.11. <i>Goljufije in kratkoročni dvigi cen delnic.....</i>	<i>27</i>
2.7. ALTERNATIVE NAGRAJEVANJU Z OPCIJAMI.....	27
2.7.1. <i>Nagrade v delnicah vezana na cilje poslovanja.....</i>	<i>29</i>
2.7.2. <i>Nagrade z omejitvami pri prenosu pravic.....</i>	<i>29</i>
2.7.3. <i>Indeksirane delniške opcije</i>	<i>30</i>
2.7.4. <i>Primer podjetja IBM</i>	<i>30</i>
3. NAGRAJEVANJE Z DELNIŠKIMI OPCIJAMI V SLOVENIJI.....	32
3.1. AKTUALNE RAZMERE V SLOVENIJI	32
3.2. OVIRE ZA UVELJAVITEV OPCIJSKEGA NAGRAJEVANJA V SLOVENIJI.....	32
3.2.1. <i>Gibanje cen delnic na borzi</i>	<i>32</i>
3.2.2. <i>Davčna zakonodaja</i>	<i>33</i>
3.3. PRIMER OPCIJSKEGA NAČRTA PODJETJA ETOL D.D.....	35
3.3.1. <i>Opcijski načrt</i>	<i>35</i>
3.3.2. <i>Izvajanje opcijskega načrta.....</i>	<i>36</i>

4. SKLEP.....	37
LITERATURA	39
VIRI.....	41

SLOVAR SLOVENSKIH PREVODOV TUJIH IZRAZOV

Uvod

Delniške opcije kot instrument nagrajevanja uprave (menedžmenta) delniške družbe so se v ZDA pričele uveljavljati v petdesetih letih prejšnjega stoletja, ob koncu devetdesetih let pa so doživele neverjetne razsežnosti. Postale so ne le glavni vir za bajne zasluške menedžerjev, temveč tudi predmet intenzivnih polemik v strokovnih krogih, zlasti po padcu delniških tečajev ob poku borznega balona leta 2000.

Podeljevanje delniških opcij zaposlenim s strani podjetja naj bi v sodobnem podjetju z ločeno lastniško in menedžersko funkcijo bil idealen način izenačevanja interesov lastnikov in menedžerjev oziroma problema agentov. Ti dve interesni skupini v podjetju namreč stremita k maksimiziranju lastnega zadovoljstva. Lastniki z vloženim kapitalom v družbo omogočajo njen obstoj in pričakujejo rast svojega premoženja. Za vodenje podjetja najamejo menedžment, ki za svoje delo prejema plačilo. Interes menedžmenta pa je čim višje plačilo za svoje delo.

Opcijska upravičenja omogočajo nakup delnic podjetja po predhodno pogodbeno dogovorjeni ceni v določenem času in s tem pridobitev delnic pod ugodnejšimi pogoji, kot v danem trenutku vladajo na trgu. V teoriji s tem korakom menedžer postane solastnik, njegov interes pa se izenači z interesi lastnika. Konflikt, ki izhaja iz problema agentov, je tako rešen, saj obe skupini stremita k istemu cilju – maksimiziranju tržne vrednosti enote lastniškega kapitala – delnice.

V praksi se je pokazalo, da ta način nagrajevanja menedžerji lahko izkoriščajo na način, ki problem agentov ne le ne odpravi, temveč celo poveča.

Namen diplomskega dela je predstavitev potencialnih nevarnosti, ki jih tak način nagrajevanja predstavlja za lastnike ter prikazati, zakaj se tak način nagrajevanja zaposlenih v Sloveniji ni uveljavil oziroma je v primerjavi z ZDA zanemarljiv.

Delo je razdeljeno na 3 poglavja. V prvem poglavju predstavljam delniške opcije in njihovo vrednotenje. V drugem sledi opis delniških opcij kot instrumenta nagrajevanja uprave in njegove slabosti. V tretjem poglavju predstavljam aktualnost nagrajevanja uprave z delniškimi opcijami v Sloveniji in dodajam primer opsijskega načrta.

1. Opcije in njihovo vrednotenje

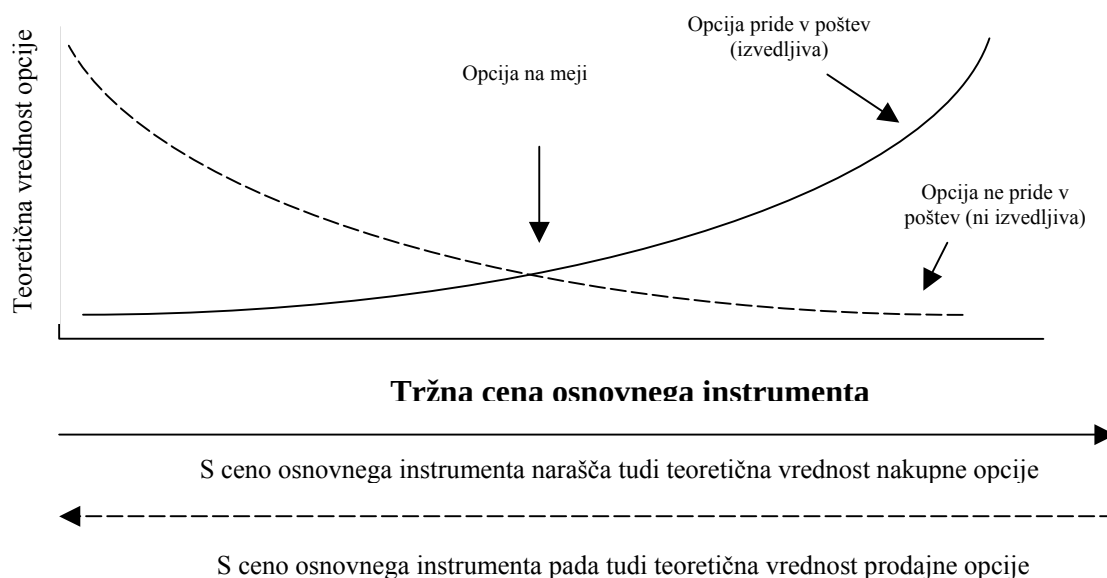
1.1. Definicija opcije

Opcija je izvedeni finančni instrument, kar pomeni, da je njena vrednost povezana z osnovnim instrumentom (*underlying asset*), na katerega je napisana, izstavljena ali izdana. Zato je

vrednost opcije na določeno delnico tesno povezana z vrednostjo te delnice (Veselinovič, 1996, str. 44).

Opcija na določen osnovni instrument oziroma obliko je pravica, ne pa obveznost kupiti - to je nakupna opcija (*call*), oziroma prodati – to je prodajna opcija (*put*) – osnovni instrument oziroma obliko po vnaprej določeni ceni na določen dan v prihodnosti (evropska različica) ali v določenem obdobju v prihodnosti (ameriška različica). Na zahtevo kupca je prodajalec opcije dolžan izvršiti nakup ali prodajo osnovnega instrumenta, na katerega se glasi opcija, pod pogoji, določenimi v opcijski pogodbi. Za to svojo obveznost prejme premijo, ki mu jo kupec opcije plača, ne glede na to, ali bo pravico iz opcije izkoristil ali ne oziroma ali bo opcija unovčena ali ne (Veselinovič, 1996, str. 44).

Slika 1: Razmerje med tekočo tržno ceno osnovnega instrumenta oziroma oblike in teoretično vrednostjo nakupne in prodajne opcije



Vir: Veselinovič, 1996, str. 45.

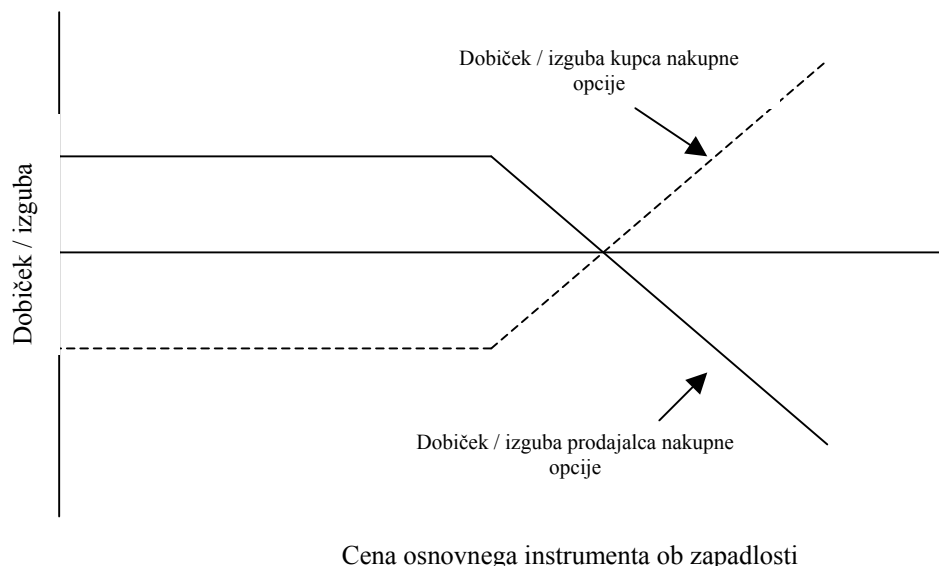
Za prodajalca opcije je torej obveznost iz opcije neodložljiva, če to zahteva kupec oziroma lastnik opcije. Za slednjega pa opcija predstavlja možnost izbire, ali izkoristiti pravico iz opcije – to pomeni prodati ali kupiti, odvisno od opcije – ali ne. Dobiček na strani kupca pomeni izgubo na strani prodajalca opcije in obratno, zato opcije enako kot terminske pogodbe pomenijo igro z ničelno vsoto (*zero sum game*) (Zver, 2002, str. 1673).

Najvažnejša elementa vsake opcije oziroma opcijske pogodbe sta izvršilna cena (*exercise price* ali *strike price*) ter čas ali obdobje do zapadlosti.

Na ta način je mogoče opcije klasificirati tudi glede na to, ali je postavljena izvršilna cena v opcijski pogodbi višja, enaka ali nižja od trenutne tržne cene osnovnega instrumenta. Izvršilna cena je vnaprej določena cena v opcijski pogodbi, s katero lahko kupec opcije unovči pravico iz opcije, to je nakup ali prodajo osnovnega instrumenta. Tako ločimo tako imenovane opcije, ki se splačajo (*in the money*), opcije, ki se ne splačajo (*out of the money*) in opcije na meji (*at the money*). Če je pri tržni in izvršilni ceni nakupna opcija v položaju, ko se splača, bo analogno enaka prodajna opcija v položaju, ko se ne splača, in nasprotno. Pod pojmom opcije na meji pa razumemo, da je izvršilna cena nakupne ali prodajne opcije enaka (trenutni) tržni ceni (Veselinovič, 1996, str. 46). Za potrebe diplomske naloge je v nadaljevanju podrobneje obravnavana nakupna opcija.

Nakupna opcija je kupljena, ker kupec verjame, da se bo cena osnovnega instrumenta v prihodnjem obdobju (ameriška različica) oziroma na točno določen dan v prihodnosti (evropska različica) povišala. Nasprotno prodajalec nakupne opcije verjame, da bo cena osnovnega instrumenta ostala na približno enaki ravni oziroma padla v enakem obdobju oziroma ob natančno določenem dnevu v prihodnosti. Ob nakupu nakupne opcije je maksimalna izguba navzgor omejena z višino premije (cena opcije), medtem ko je maksimalen donos neomejen. Na drugi strani prodajalec nakupne opcije ve, da je njegov maksimalni donos izražen z višino premije, potencialna izguba pa je neomejena, ko cena osnovnega instrumenta narašča preko izvršilne cene opcije (Gets, Ritchken, Salkin, 1989, str. 29).

Slika 2: Grafična ponazoritev pozicije kupca in prodajalca nakupne opcije



Vir: Veselinovič, 1996, str. 46.

Tabela 1: Motivi za nakup in prodajo nakupne opcije in možni izidi naložbe za sliko 2

<i>Transakcija</i>	Nakup nakupne opcije	Prodaja nakupne opcije
<i>Motivacija</i>	Dvig cene delnice	Enaka ali nižja cena delnice
<i>Maksimalen donos</i>	Velik*	Premija
<i>Maksimalna izguba</i>	Premija	Velika*

Opomba: * - največ možno: cena delnice zmanjšana za plačano premijo

Vir: Getts, Ritchken, Salkin, 1989, str. 29.

Ob tržni ceni osnovnega instrumenta T in izvršilni ceni I za nakupno opcijo, ki se splača, velja $I < T$, pri opciji na meji $I = T$, pri opciji, ki se ne splača, pa $I > T$. Kupec bo opcijo vedno izvršil tedaj, ko je še kaj vredna, kar pomeni, da je v položaju, ko se splača.

Celotna vrednost opcije je sestavljena iz notranje in časovne vrednosti. Notranja vrednost (*intrinsic value*) nakupne opcije je tržna cena osnovnega instrumenta, ki je predmet te opcije, minus izvršilna cena. Časovna vrednost opcije (*time value*) pa je presežek nad notranjo vrednostjo, ki jo mora kupec plačati zaradi časa, ki še preostane do poteka opcije (Prohaska, 1999, str. 170).

1.2. Vrednost opcije

Osnovni elementi, ki določajo vrednost opcije, so (Hull, 2000, str. 168):

1. tekoča tržna cena pripadajočega osnovnega instrumenta,
2. izvršilna oziroma udarna cena opcije (*strike price*),
3. čas do izteka opcije oziroma zapadlost opcije (*time to expiration*),
4. netvegana obrestna mera (*risk-free interest rate*),
5. pričakovana nestabilnost ali nestanovitnost (*volatility*) osnovnega instrumenta,
6. dividende oziroma njihovo izplačilo.

Vpliv teh osnovnih šest elementov je mogoče prikazati v tabeli (glej Tabelo 2 na strani 5). Če vrednost osnovnih elementov narašča, potem so cene ali vrednosti nakupnih oziroma prodajnih opcij naslednje:

Tabela 2: Učinki naraščanja vrednosti osnovnih elementov na vrednost opcije

Osnovni element	Učinek	
	Nakupna opcija	Prodajna opcija
Tekoča tržna cena	+	-
Izvršilna cena	-	+
Zapadlost	+	+
Nestanovitnost	+	+
Obrestne mere	+	-
Dividende	-	+

Vir: Veselinovič, 1996, str. 48.

Kar se tiče zapadlosti opcije oziroma časa, ki je še do njene zapadlosti, velja, da je vrednost obeh vrst opcij (nakupne in prodajne) večja, kolikor več časa je še preostalo do zapadlosti. Lastnik opcije s kasnejšim datumom zapadlosti ima več možnosti izvršitve delniške opcije kot lastnik opcije z zgodnejšim datumom zapadlosti. Opcija s kasnejšim datumom zapadlosti bo zato vedno vredna vsaj toliko kot tista z zgodnejšim datumom zapadlosti (Hull, 2000, str. 169).

Obrestne mere na vrednost opcije vplivajo na precej manj dorečen način. Ko se obrestne mere v ekonomiji dvignejo, se pričakovana stopnja rasti delniških tečajev praviloma poveša. Po drugi strani pa se sedanja vrednost vseh prihodnjih denarnih tokov lastniku opcije zmanjša. Ta dva učinka zmanjšujeta vrednost prodajne opcije, zato se njena cena ob dvigu netvegane obrestne mere zmanjša. Pri nakupni opciji pa prvi učinek viša njeno vrednost, medtem ko jo drugi znižuje. Vendar prvi učinek vedno pretehta drugega, tako da se cena nakupne opcije vedno poveša, ko se zviša netvegana obrestna mera (Hull, 2000, str. 170).¹

Nestanovitnost cene delnice, σ , je definirana tako, da izraz $\sigma\sqrt{\Delta t}$ pomeni standardni odklon donosov delnice v kratkem časovnem obdobju Δt . To je mera naše negotovosti o prihodnjih gibanjih cene delnice. Ko se nestanovitnost poveča, se poveča verjetnost, da bo cena delnice bodisi zelo visoka bodisi zelo nizka. Za lastnika delnice ta dva učinka izključita drug drugega. Za lastnika nakupne opcije to ne drži. Lastnik nakupne opcije pridobi z dvigom cene osnovnega instrumenta, vendar ima vnaprej omejeno največjo izgubo v višini plačane premije² (Hull, 2000, str. 169).

Dejavnik, ki je značilen le za delniške opcije, je velikost in način izplačila dividend. Vpliv velikosti dividend in njihovega izplačila je sicer odvisen od tega, ali imamo opravka z

¹ Poudariti je potrebno, da ti rezultati predvidevajo, da vse ostale spremenljivke ostanejo nespremenjene. V praksi ob dvigu (padcu) obrestnih mer navadno sledi padec (dvig) cen delnic. Končni učinek spremembe obrestne mere in spremljajoče spremembe vrednosti delnice je tako lahko drugačen od opisanega.

² V primeru podeljene opcije je ta premija za lastnika opcije enaka nič.

nakupno ali prodajno delniško opcijo, vendar v splošnem velja, da vplivajo izplačila dividend na povečanje vrednosti prodajne in zmanjšanje vrednosti nakupne delniške opcije. Omenjena zakonitost se v praksi uresničuje samo v povprečju oziroma v veliki večini primerov, saj so možni tudi drugačni razpleti. Vse je odvisno od razmerja med višino dividend ter ceno osnovnega lastniškega instrumenta (delnice) pred in po izplačilu dividend, če druge, sicer manj pomembne dejavnike, zanemarimo (Veselinovič, 1996, str. 54).

Z omenjenimi osnovnimi dejavniki nisem zaobsegel vseh, ki bi lahko vplivali na vrednost opcije.³ Našteti in razloženi so tisti, ki najpomembneje vplivajo na ceno izvedenega instrumenta.

1.3. Black-Scholes model

Praktično sočasno z zgodovinskim odprtjem Chicago Board of Options Exchange (CBOE), prvo specializirano opcijsko borzo, sta leta 1973 Fischer Black in Myron Scholes objavila razpravo o vrednotenju opcij in formuli za določanje vrednosti opcij.⁴

Poleg predpostavke, da z opcijo njen uporabnik lahko nevtralizira tveganje,⁵ je revolucionarnost prispevka njune razprave v tem, da z opcijami vzpostavita odnose oziroma razmerja z drugimi osnovnimi in izvedenimi instrumenti. Tako sta postavila temelj za uporabo vrednotenja opcij v finančni ekonomiji. Praktično vse opcije je moč vrednotiti s pomočjo njunega modela (Veselinovič, 1996, str. 114).

Predpostavke, pod katerimi je osnovan Black-Scholes model (formula), so naslednje (Veselinovič, 1996, str. 115):

1. Kratkoročna obrestna mera je znana, konstantna ter netvegana.
2. Obnašanje tržne cene osnovnega instrumenta ustreza lognormalni razporeditvi verjetnosti, medtem ko pričakovana stopnja donosa osnovnega instrumenta ustreza normalni porazdelitvi verjetnosti.
3. Standardni odklon donosa osnovnega instrumenta je konstanten skozi čas.
4. Če je osnovni instrument delnica, ni v obdobju od izdaje do zapadlosti opcije nobenih izplačil dividend.

³ Ostali elementi so še: pričakovana rast cene osnovnega instrumenta, dodatne lastnosti cenovnih gibanj osnovnega instrumenta, odnos investitorjev do tveganja, davčna zakonodaja, lastnosti drugih razpoložljivih osnovnih instrumentov, transakcijski stroški, predpisi o obveznih maržah pri poslovanju z osnovnimi in tudi izvedenimi instrumenti ter struktura trga.

⁴ Bralec si več o tej z Nobelovo nagrado nagrajeni razpravi lahko prebere v Black in Scholes, 1973.

⁵ Uporabnik opcije proda osnovni instrument ter kupi opcijo na ta osnovni instrument (ali obratno). Temu avtorja pravita »popolna zaščita pred tveganjem« (*perfect hedge*), saj pozitivna sprememba cene osnovnega instrumenta rezultira v enakovredni negativni spremembi pri opciji na osnovni instrument ter nasprotno.

5. Opcija je lahko unovčena samo ob svoji zapadlosti, to pa pomeni, da formula velja za »evropsko« različico opcije. »Ameriška« različica omogoča njenemu imetniku, da jo lahko unovči kadar koli do roka končne zapadlosti, zato so premije za slednje višje.
6. Pri nakupnih in prodajah osnovnega instrumenta in opcij na osnovni instrument ni nikakršnih transakcijskih stroškov, provizij, davkov ipd.
7. Investitorji si lahko denar izposodijo ali pa ga posodijo po isti netvegani (kratkoročni) obrestni meri.
8. Ni arbitražnih priložnosti.

Pri tem naj omenim, da ima model tudi precej pomanjkljivosti,⁶ ki so jih kasneje nekateri drugi avtorji odpravili ali vsaj omilili.

1.4. Black-Scholes formula

Premija je cena, ki jo mora kupec opcije plačati izdajatelju opcije. Od velikosti premije je odvisno, kolikšno bo tveganje kupca in izdajatelja oziroma kolikšni bodo lahko dohodki, ki jih prinaša kakšna opcija. Sicer je natančno vrednost opcije (C) moč določiti le na izvršilni dan, in sicer tako (Veselinovič, 1996, str. 117):

$$C = \max(0, T - I)$$

Na temelju novih matematičnih spoznanj sta F. Black in M. Scholes razvila formulo, ki je pomenila prelomnico za določanje vrednost kake opcije, in sicer za nakupno opcijo (Brealey, Myers, 2000, str. 606):

$$\text{Vrednost opcije} = [\text{delta} \cdot \text{cena delnice}] - [\text{bančno posojilo}]$$



$$C = [N(d_1) \cdot T] - [N(d_2) \cdot PV(I)]$$

pri čemer je:

$$d_1 = \log \left[\frac{T}{PV(I)} \right] \cdot (\sigma t)^{-1} + \frac{1}{2} \sigma$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{t}$$

⁶ Veselinovič navaja Gastineauja, ki modelu očita predpostavko lognormalne porazdelitve cen osnovnega instrumenta. To pomeni, da je to »konvencionalna« normalna porazdelitev, »položena« na logaritem cen(e) osnovnega instrumenta. Napaka ima za posledico v povprečju prenizke vrednosti opcij, še posebej če se tržne cene osnovnih instrumentov razlikujejo od izvršilnih cen. Še en očitek se nanaša na predpostavko neizplačevanja dividend (Veselinovič, 1996, str. 115).

Kjer je:

C = vrednost nakupne opcije

T = tržna cena osnovnega instrumenta

I = izvršilna cena

$N(d)$ = standardizirana normalna porazdelitev⁷

$PV(I)$ = sedanja vrednost izvršilne cene I izračunana z diskontiranjem z netvegano obrestno mero r

t = koledarski čas do izvršitve opcije

σ = standardni odklon

Vrednost nakupne opcije v Black – Scholes enačbi ima enake karakteristike, kot sem jih opisal v poglavju 1.2. Poveča se z dvigom cene delnice T in zmanjša s sedanjo vrednostjo izvršilne cene $PV(I)$, ki je odvisna od obrestne mere in koledarskega časa do izvršitve opcije. Prav tako se poviša z daljšim časom do dospelja in nestanovitnostjo ($\sigma\sqrt{t}$) (Brealey, Myers, 2000, str. 607).

Odvisnost nakupne opcije (C) od spremenljivk T , I , t , σ in r sem že opisal. Moč vpliva posamezne spremenljivke na to vrednost pa je naslednja (Veselinovič, 1996, str. 120):

1. Cena osnovnega instrumenta (T):

če $T \rightarrow 0$, potem $C \rightarrow 0$

če $T \rightarrow \infty$, potem $C \rightarrow \infty$

Ko gre cena osnovnega instrumenta proti 0, gre proti 0 tudi vrednost nakupne opcije na ta instrument. V primeru naraščanja cene osnovnega instrumenta v neskončnost se v enaki smeri giblje tudi vrednost nakupne opcije na ta instrument.

2. Izvršilna cena (I):

če $I \rightarrow 0$, potem $C \rightarrow T$

če $I \rightarrow \infty$, potem $C \rightarrow 0$

Bolj kot gre izvršilna cena nakupne opcije proti 0, bližje ceni osnovnega instrumenta bo vrednost nakupne opcije. Če pa gre izvršilna cena v neskončnost, gre vrednost nakupne opcije na delnico proti 0.

3. Čas do izvršitve (t):

pri $T < I$; če $t \rightarrow 0$, potem $C \rightarrow 0$

pri $T > I$; če $t \rightarrow 0$, potem $C \rightarrow (T - I)$

⁷ $N(d)$ je verjetnost, da je normalno porazdeljena poljubna spremenljivka n manj oziroma enaka d. $N(d_1)$ v Black-Scholes enačbi je delta opcije. Zato nam enačba pove, da je vrednost nakupne opcije enaka investiciji v višini $N(d_1)$ v navadno delnico zmanjšani za posojilo v višini $N(d_2) \times PV(I)$

Bolj kot se datum izvršitve opcije približuje in je tržna cena delnice pod njeno izvršilno ceno, manj verjetno je, da se bo nakupna opcija ob dnevu izvršitve izplačala. Posledično gre vrednost nakupne opcije proti 0. V nasprotnem primeru (izvršilna cena opcije je nižja od tržne cene delnice) gre ob približevanju datuma izvršitve vrednost nakupne opcije proti tržni ceni delnice, zmanjšani za izvršilno ceno ($T-I$).

4. Tržna nestanovitnost (σ):

pri $T < PV(I)$; če $\sigma \rightarrow 0$, potem $C \rightarrow 0$

pri $T > PV(I)$; če $\sigma \rightarrow 0$, potem $C \rightarrow T - PV(I)$

Če je tržna cena nižja od sedanje vrednosti izvršilne cene (diskontna stopnja je netvegana obrestna mera) in je nestanovitnost cene delnice minimalna, potem gre vrednost nakupne opcije proti 0. V nasprotnem primeru (tržna cena delnice je višja od sedanje vrednosti izvršilne cene) gre vrednost nakupne opcije proti tržni ceni delnice, zmanjšani za sedanjo vrednost izvršilne cene.

5. Obrestna mera (r):

Če $r \rightarrow \infty$, potem $C \rightarrow T$

Če gre netvegana obrestna mera proti neskončnosti, potem gre vrednost nakupne opcije proti tržni ceni delnice.

1.5. Primer kotirajoče delniške opcije

Za primer kotirajoče delniške opcije sem uporabil nakupno opcijo na delnico podjetja J.P. Morgan Chase na dan 27.2.2004 ob 11:45 po lokalnem času. Tržna cena delnice ob tem času na borzi v New Yorku (NYSE) je bila 40,97 USD. Na CBOE pa je istočasno kotiralo mnogo delniških opcij, ki se glasijo na to delnico. V tabeli spodaj so navedene nekatere izmed njih.

Tabela 3: Cene nekaterih nakupnih opcij na delnico J.P. Morgan Chase 27.2.2004 ob 11:45 po lokalnem času

Datum zapadlosti	Izvršilna cena (USD)	Cena nakupne opcije (USD)
Junij 2004	40	2,35
Januar 2005	40	3,75
Januar 2005	45	1,65

Vir: Chicago Board Options Exchange, 2004.

Če bo cena delnice januarja 2005 pod izvršilno ceno 45 USD, ne bo nihče pripravljen plačati 45 USD za pridobitev delnice s pomočjo delniške opcije. Zato bo nakupna opcija brez vrednosti. Po drugi strani pa se bo v primeru dviga cene delnice nad 45 USD splačalo izvršiti

opcijo za nakup delnice. Na dan izvršitve bo vrednost opcije enaka tržni ceni delnice, zmanjšani za 45 USD, ki jih je potrebno plačati za pridobitev delnice. V primeru porasta cene delnice na 50 USD bo na dan zapadlosti vrednost opcije 5 USD.⁸ V primeru nakupa opcije na dan 27.2.2004 in ceni delnice 50 USD ob dnevu zapadlosti opcije bi bil zaslužek kupca enak 3,35 USD.⁹

2. Delniške opcije kot instrument nagrajevanja uprave delniške družbe

2.1. *Agentski odnosi*

Primarni cilj poslovanja podjetja v razmerah negotovosti je maksimiziranje tržne vrednosti enote lastniškega kapitala (delnice) (Mramor, 2002, str. 37). V zasledovanju tega cilja se v sodobnem poslovnem svetu srečujemo s problemom ločevanje lastništva in vodenja podjetja. Odnos, ki tako nastane med lastniki in menedžerji, se imenuje agentski odnos (*agency relationship*).

Agentski odnos je definiran kot pogodba v skladu s katero ena ali več oseb (principali) pooblastijo drugo osebo (agent), da v njihovem imenu opravlja določene aktivnosti, kar vključuje delegiranje avtoritete sprejemanja nekaterih odločitev na agenta. Če obe stranki takšne pogodbe stremita k maksimiziranju svojih koristi, je razumno pričakovati, da agent ne bo vedno deloval na način, ki je v interesu principala. Principal lahko ta razhajanja v interesih omeji z uporabo primernih vzpodbud za agenta in z uporabo določenih nadzornih mehanizmov, ki mu omogočajo pregled nad agentovimi aktivnostmi. Vendar je praktično nemogoče brez stroškov zagotoviti optimalno delovanje agenta z vidika principala. V večini agentskih odnosov bosta principal in agent podvržena določenim stroškom, poleg tega pa bodo obstajala razhajanja med agentovimi sprejetimi odločitvami in odločitvami, ki bi maksimizirale koristnost principala (Jensen, Meckling, 1976, str. 5).

Problemi agentov se pojavijo, ko sta lastniška in menedžerska funkcija vsaj delno ločeni oziroma ko menedžerji niso stoodstotni lastniki podjetja in ne nosijo vseh gmotnih posledic svojih odločitev. Ne pritekajo jim vse koristi vloženega dela, vsakršna poraba virov podjetja v zasebne namene pa vsaj delno bremeni ostale delničarje. To spodbuja menedžerje, da dajejo svojim ciljem prednost pred cilji lastnikov (Cigan, 2002, str. 6).

⁸ 50 USD - 45 USD = 5 USD

⁹ 5 USD - 1,65 USD = 3,35 USD

2.2. Učinkovit način nagrajevanja menedžerjev

Delo menedžerjev je precej težje opredeliti kot delo drugih zaposlenih, saj je v precej večji meri prepuščeno pobudi posameznika, kaj in kako bo delal. Je zahtevnejše, obsežnejše in manj predvidljivo, zato ga je težje nadzirati. Tako stopa v ospredje osnovno vprašanje teorije agentov (*agency theory*): kako naj lastniki zagotovijo, da se bodo menedžerji obnašali v skladu z interesi lastnikov, in ne zgolj v skladu z lastnimi težnjami po doseganju čim večje osebne koristi (Zupan, 2001, str. 233).

Glavni problem torej je, kako urediti pogodbeno razmerje (vključno z načinom kompenzacije za delo) med principalom in agentom, da ta ureditev vzpodbuja sprejemanje odločitev, ki bi maksimizirale principalovo koristnost ob dani negotovosti in obstoju nepopolnega nadzora (Jensen, Meckling, 1976, str.7).

Nagrajevanje za delo z udeležbo v kapitalu podjetja, katerega menedžerji vodijo, je način za doseg tega cilja (Daily, 2002). Sistemi nagrajevanja menedžmenta, ki so neposredno vezani na tržno ceno lastniškega kapitala, so namreč tako v teoriji kot v praksi eden najučinkovitejših mehanizmov za usklajevanje interesov menedžerjev z interesi lastnikov. Menedžerji s takšnim nagrajevanjem pridobijo koristi le, če koristi pridobijo tudi lastniki, kar vodi do dolgoročnega povečevanja poslovne uspešnosti podjetij (Dakič, 2001).

V ZDA so najbolj razvili povezovanje plače z uspešnostjo. Razlogi za to so poleg težnje po uravnavanju odnosov med menedžerji in lastniki tudi spodbudni empirični dokazi. Abowd je na vzorcu 1600 menedžerjev v 250 velikih ameriških podjetjih ugotovil, da je uvajanje plačila po uspešnosti tesno povezano s povečevanjem ekonomske uspešnosti v naslednjem obdobju, saj desetodstotno povišanje takšnega plačila poviša vrednost delnic podjetja za 0,3 odstotka (Zupan, 2001, str. 236).

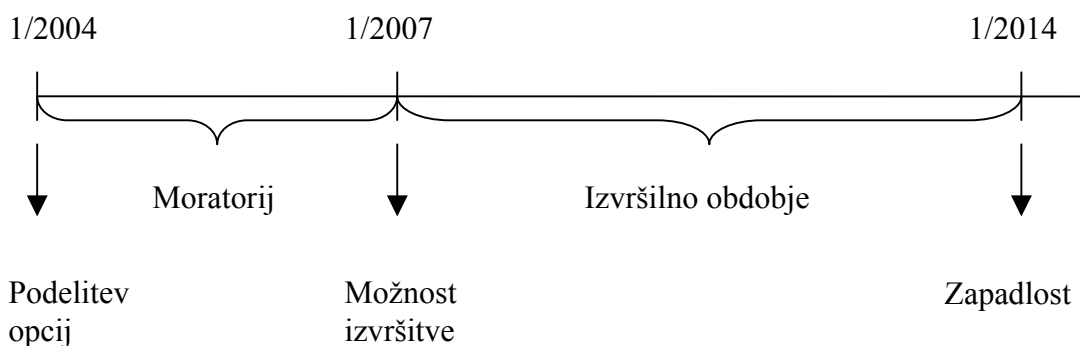
2.3. Opcijski načrt

S pojmom delniške opcije razumemo zgolj tiste pravice (upravičenja) za pridobitev delnic, ki omogočajo ugodnejšo pridobitev novih ali že izdanih delnic družbe in jih delniška družba zagotavlja kot nagrado svoji upravi, članom nadzornega sveta in drugim zaposlenim. Zaposleni opcije pridobijo s pomočjo delniških opcijskih programov. To je plačilni sistem oziroma sistem nagrajevanja, ki temelji na izdaji opcij za pridobitev delnic zaposlenim in drugim upravičencem, tako da ti dobijo položaj opcijskega upravičenca (Samec, 2002, str. 6).

Z opcijskim načrtom nagrajevanja torej podjetje menedžerju danes neodplačno dodeli pravico (podelitev opcij) do nakupa delnic podjetja v kasnejšem obdobju (izvršilno obdobje) po danes določeni ceni (izvršilna cena). Neodplačno ne pomeni nujno tudi zastoj, saj podelitev opcij običajno nadomesti del nespremenljivih prejemkov (Cigan, 2002, str. 36).

Večina podeljenih delniških opcij zapade po desetih letih in ima izvršilno ceno običajno enako tržni ob datumu podelitve. Navadno ne morejo biti izvršene takoj, temveč šele po preteku določenega obdobja (moratorij), ki običajno traja vsaj dve leti.¹⁰ Namen moratorija je poleg preprečevanja kratkoročnega vplivanja na ceno delnice tudi krepitev povezanosti menedžerjev s podjetjem. Po tem obdobju opcije postanejo izvršljive (*vested*). Vse opcije navadno ne postanejo izvršljive v istem trenutku, temveč postopoma, na primer 25 odstotkov celotne nagrade letno. Te opcije so netrgovalne in ob odhodu zaposlenega iz podjetja pred iztekom moratorija propadejo (Hall, Murphy, 2003, str. 1).

Slika 3: Primer časovnih sestavin opsijskega načrta s triletnim moratorijem in zapadlostjo čez 10 let



Vir: Lastna ponazoritev, 2004.

Uvedba delniških opsijskih programov privede v delniški družbi do dveh osnovnih problemov (Samec, 2002, str. 7):

- Potrebna je izdaja opsijskih pravic za pridobitev delnic upravičencem. Gre za vprašanje izbire poti za smiselno in zakonsko dopustno ustvarjanje te pravice. Družba ima tu na voljo več možnosti. V praksi največkrat uporabljen način je od tretje osebe izdan kriti opsijski vrednostni papir (*covered warrants*).¹¹
- Drugi problem je povezan z realizacijo opsijskih pravic v obliki problema nakupa oziroma zagotavljanja delnic za opsijska upravičenja. Gre za način izpolnitve obveznosti izročitve delnic opsijskemu upravičencu. Za to ima podjetje na voljo dve možnosti: bodisi institut primarnega trga preko povečanja osnovnega kapitala (nove delnice), bodisi institut sekundarnega trga (nakup lastnih delnic).

¹⁰ V Nemčiji mora moratorij po zakonu trajati vsaj 2 leti. V naši zakonodaji podobnih določil ni (Cigan, 2002, str. 47).

¹¹ Obstajaja še možnost uporabe zamenljive obveznice, izdaje samostojnega opsijskega vrednostnega papirja, ali pa uporaba povezave opsijskega in zamenjalnega upravičenja z instrumentom obveznice z delniško nakupno opcijo.

2.4. Delniške opcije kot nagrada v teoriji

Nagrajevanje z delniškimi opcijami izvira iz ZDA, katerih lastniška struktura je (bila) osnova za razvoj teorije agentov: velika podjetja z množico majhnih delničarjev, kjer lahko menedžment, ne oziraje se na koristi lastnikov, izvaja svojo poslovno politiko. Ta se izraža v strategijah, ki z vidika dolgoročnih donosov delničarjev niso optimalne: vzdrževanje prekomerne likvidnosti, širjenje s prevzemi brez sinergijskih učinkov, čezmerno nagrajevanje in podobno (Cigan, 2002, str. 100).

Z delniškimi opcijami se torej skuša premostiti konflikt principal/agent. Delničarji, ki so v družbo vložili kapital, želijo, da vrednost njihove delnice raste. Delničarji se zavedajo, da so za dvig vrednosti podjetja odgovorni menedžment in drugi zaposleni, spodbudo pa imajo v dobrem plačilu. Z delniško opcijo dobi posamezni menedžer oziroma zaposleni (opcijski upravičenec) pravico, da kupi delnico družbe na primer po 100 d.e. (fiksna cena za nakup delnice v prihodnosti¹²), čeprav bo ta na trgu vredna 1000 d.e. Če bo delnica vredna 50 d.e., svoje opcije ne bo realiziral (Samec, 2002, str. 7).

Tabela 4: Primeri zaslužka¹³ opcijskega upravičenca ob različnih tržnih cenah delnice in izvršilni ceni 100

	Primer		
	A	B	C
Tržna cena delnice na dan izvršitve	50	100	1000
Izvršilna cena	100	100	100
Zasluček (izguba) ob izvršitvi	(50)	0	900
Izvršitev opcije	Ne	Da/Ne*	Da

Opomba: * - V takšni situaciji je opcijski upravičenec indiferenten, saj mu delniška opcija v primerjavi z neposrednim nakupom delnice na trgu predstavlja enako pozicijo (opcija na meji).

Vir: Lastna ponazoritev, 2004.

Opcijski upravičenec svoje pravice v primeru A in B ne bo realiziral. V primeru C pa lahko na račun realizirane delniške opcije kupi določeno število delnic po ceni 100 d.e. in jih nato proda po 1000 d.e. Tako realizira kapitalski dobiček v višini 900 d.e.

Zagovorniki delniških opcij trdijo, da je cena delnic najboljši odraz uspešnosti podjetja, zato je nagrajevanje menedžerjev v delniških opcijah smiselno. Če so unovčljive po določenem obdobju od izdaje (vsebujejo moratorij), dolgoročni vidik poslovanja še toliko bolj poudarijo (Zupan, 2001, str. 239).

¹² To je navadno tudi tržna cena delnice ob izdaji delniške opcije.

¹³ Predpostavljena je neodplačna pridobitev opcije.

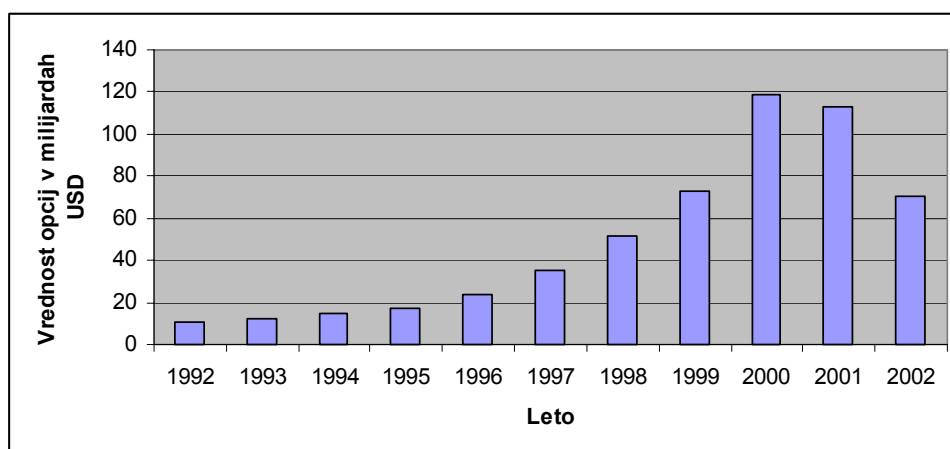
Poleg tega naj bi uporaba delniških opcij omogočila podjetju tudi pridobitev, zadržanje in motiviranje najboljših kadrov brez direktnega izplačila. V primeru nagrajevanja v denarju tega marsikatero podjetje ne bi bilo sposobno (Hall, Murphy, 2003, str.1).

2.5. Delniške opcije kot nagrada v praksi

Delniške opcije so tekom devetdesetih let v ZDA postale prevladujoč način nagrajevanja s spodbudami. Ameriški Državni center za solastništvo zaposlenih v podjetjih NCEO¹⁴ ocenjuje, da je leta 1990 1 milijon zaposlenih prejelo delniške opcije kot nagrado za svoje delo, leta 2000 pa že 10 milijonov (Hall, Murphy, 2003, str. 6).

Leta 1992 je vrednost podeljenih opcij zaposlenim v podjetjih, vključenih v indeks Standard & Poor's 500 (S&P 500), znašala 11 milijard USD, leta 2000 pa narasla na 119 milijard USD. Leta 2002 je ta vrednost znašala 71 milijard USD. Kljub takšnemu padcu v vrednosti, je v samo enem desetletju uporaba delniških opcij kot instrument nagrade doživela velik vzpon (Hall, Murphy, 2003, str. 1).

Slika 4: Vrednost podeljenih opcij podjetij v milijardah USD v indeksu S&P 500 ob datum podelitve za obdobje 1992-2002



Opomba: Podatki so izračunani na podlagi podatkov S&P 500 ExecuComp. Uporabljena je Black-Scholes enačba vrednotenja opcij.

Vir: Hall, Murphy, 2003, str. 4.

V veliki meri je to bila posledica domnev, da delniške opcije bolje nagrajujejo ustvarjeno vrednost kot druge sheme, na primer nagrade, vezane na računovodske rezultate. Vendar je

¹⁴ National Center for Employee Ownership

način nagrajevanja z opcijami včasih vodil do neracionalnih in nerazumljivih finančnih transakcij podjetij in lastnikov opcij (Yermack, 2003, str. 1).

V praksi se je izkazalo, da so menedžerji, nagrajeni z delniškimi opcijami, res spremenili svoje delovanje, vendar ne tako, da bi njihovo delovanje sledilo interesom lastnikov. Namesto da bi opcije uskladile interese menedžerjev in lastnikov, so pogosto vodile do še večjih razlik med njimi (Groznič, Valentinčič, 2004, str. 10).

Za finančne opcije, s katerimi se trguje na organiziranem trgu, velja, da kupci in prodajalci ne morejo vplivati na dejavnike vrednosti opcije.¹⁵ To tudi pomeni, da so opcije razmeroma ustrezno ovrednotene, saj običajno ne kupec ne prodajalec pri trgovanju z opcijami nimata prednosti, ki bi izvirale iz boljše informiranosti enega v primerjavi z drugim. Pri podeljenih delniških opcijah je situacija drugačna, saj menedžerji lahko vplivajo na vse dejavnike vrednosti podeljenih opcij, razen na netvegano obrestno mero. Možnost vpliva na dejavnike vrednosti opcij zato lahko vodi do zlorab na račun izdajatelja delniških opcij, v tem primeru lastnikov podjetja (Groznič, Valentinčič, 2004, str. 11).

Slabost nagrajevanja z opcijami priznava tudi harvardski profesor Michael Jensen, ki je s svojim akademskim in svetovalnim delom spodbudil to obliko nagrajevanja. Medtem ko ni dvoma, da bi nagrajevanje menedžmenta moralo biti vezano na uspeh podjetja, pa ni rešeno vprašanje, kateri instrumenti bi menedžment spodbujali k odgovornemu vodenju (Rus, 2003).

Dodaten problem delniških opcij izhaja iz računovodskih pravil. Obstoječa zakonodaja v ZDA omogoča podjetjem, da ne razkrijejo učinka podeljenih opcij v svojih temeljnih finančnih izkazih, temveč jim dovoljuje njihovo razkritje zgolj v opombah finančnih poročil. To jim omogoča podeljevanje opcijskih paketov brez vpliva na dobiček podjetja. Nevračunani odhodki vodijo do prenapihnenih dobičkov. Ti se prelijejo v nerealistično visoke cene delnic in omogočajo vrhnjemu menedžmentu realizacijo delniške opcije izključno zaradi računovodskih predpisov (Sahlman, 2002, str. 91).

Kot pravi Meyer, je bila uporaba opcij od začetka devetdesetih let pretirana in generacija menedžerjev se je v marsikaterem podjetju spremenila v špekulante, ki so se zanimali le za četrtletne rezultate in kratkoročne spremembe cen delnic, namesto da bi se zanimali za vodenje podjetij na dolgi rok in pravi solastniški odnos (Elson, 2003, str. 72). Cena delnic ni bila več stranski proizvod gradnje uspešnega podjetja, temveč cilj sam po sebi, tudi za ceno dolgoročnih potencialov (Koražija, 2002). Po The Economistu so izmed vseh dobrih zamisli poslovne Amerike, ki so kasneje doživele slabo izvedbo, podeljene delniške opcije verjetno doživele najslabšo (Out of options, 2003, str. 55).

¹⁵ Te dejavnike sem opisal v poglavju 1.2.

2.6. Finančni problemi podeljenih delniških opcij

2.6.1. Razdeljevanje dobička

Najbolj očitna možnost vplivanja menedžmenta na vrednost podeljenih opcij je možnost vplivanja na donosnost delnice prek odmikov od optimalne politike razdeljevanja dobička¹⁶ (Groznič, Valentinčič, 2004, str. 11). Čeprav se pogledi na vpliv spremembe politike dividend na vrednost podjetja razlikujejo,¹⁷ pa z vidika menedžerjev kot opcijskih upravičencev vsakršna sprememba te politike lahko povzroči znatne razlike v njihovem zaslužku.

Politika dividend podjetja ima precejšen vpliv na tečaj delnice. Po izplačilu dividend v denarju tečaj delnice navadno pade približno za znesek dividende. Če dividende ne bi bile izplačane, bi bilo gibanje tečaja odvisno od pričakovanj delničarjev glede naložbenih možnosti zadržanega prostega denarnega toka. Menedžerji, nagrajeni z opcijami, imajo motiv čezmernega zadrževanja prostega denarnega toka, saj s tem lahko dodatno dvignejo tečaj delnice. Če menedžerji prosti denarni tok, sicer prvotno namenjen izplačilu dividend, zadržijo v podjetju in naložijo po stopnji, nekaj nižji od stroška kapitala, cena delnice sicer naraste, a je skupna donosnost delničarjev manjša od stroškov kapitala (denarni tok v vrednosti 100 d.e., izplačan delničarjem, je vreden 100 d.e.; če ga podjetje manj donosno reinvestira, je vreden manj kot 100 d.e., kljub temu da, cena delnice naraste) (Cigan, 2002, str. 60).

Menedžment lahko tako z zmanjšanjem ali v skrajnem primeru celo prenehanjem izplačevanja dividend ob nespremenjenih drugih pogojih povzroči porast cene delnice, saj lastniki opcij niso upravičeni do dividend.¹⁸ Opcije so tako za njihove lastnike (menedžerje) vredne več, saj je eden izmed glavnih dejavnikov, ki vplivajo na vrednost opcij, ravno tržna vrednost delnic, na katere se opcija nanaša (Groznič, Valentinčič, 2004, str. 11).

Najpogostejše uporabljen način razdeljevanja dobička je izplačilo dividend. Podjetju pa je dana možnost, da namesto razdelitve presežka denarja v obliki dividend odkupi lastne delnice. To povzroči dvig cene delnice, delničarji pa so deležni kapitalskega dobička (Berk, Lončarski, Zajc, 2002, str 180).

Do problema pri delniških opcijah pride, ker s prav temi opcijami nagrajeni menedžerji lahko vplivajo na obseg in/ali čas odkupov lastnih delnic. Ti bolj kot o za lastnike optimalnem načinu izplačilu dobička razmišljajo predvsem o vrednosti svoje opcijske nagrade (Groznič,

¹⁶ V teoriji zasledimo tudi izraz »politika dividend«.

¹⁷ Neoklasična teorija smatra dvig izplačanih dividend kot dobro novico in s tem povečanje vrednosti podjetja, njeni nasprotniki pa ravno obratno. Spet tretja skupina ekonomistov pa zagovarja nevtralen vpliv politike dividend na vrednost podjetja (Mramor, 2002).

¹⁸ V ZDA so podjetja po uvedbi opcijskega nagrajevanja opazno zmanjšala izplačilo dividend (Cigan, 2002, str. 61).

Valentinčič, 2004, str. 11). Verjetnost pojava odkupa lastnih delnic podjetja je večja pri podjetjih, katerih menedžment ima v lasti delniške opcije (Yermack, 2001, str. 4).

Nakup delnic podjetja lahko vršijo tudi s podjetjem povezane osebe in tako preko povečanega povpraševanja dvigujejo tečaj delnice (Cigan, 2002, str. 61).

Delniške opcije tako namesto instituta za reševanje problema agentov postanejo same problem agentov (Cigan, 2002, str. 61).

2.6.2. Časovni dejavnik vrednosti opcij

Z opcijami nagrajeni menedžerji lahko vplivajo tudi na časovni dejavnik vrednosti opcij, ker lahko vplivajo na tok informacij med podjetjem in zunanjimi vlagatelji. Menedžerji imajo prek vpliva na nadzorne svete¹⁹ vpliv na trenutek podelitve opsijske nagrade (Groznič, Valentinčič, 2004, str. 11).

Vrsta akademskih raziskav je pokazala, da se nagrade v obliki delniških opcij podeljujejo v za prejemnike izrazito ugodnih trenutkih. Yermack v raziskavi leta 1997 ugotavlja tesno povezanost med 620 datumi podelitve opsijskih nagrad in objavami ugodnih rezultatov podjetij. Te objave so v povprečju ceno delnic podjetja dvignile za 3 odstotke kmalu po datumu podelitve delniških opcij (Yermack, 2001, str. 3).

Časovni razmik med podelitvami nagrade in objavami pomembnih novic se zdi prekratek, da bi ga lahko nedvoumno pripisali izrazito povečanim prizadevanjem menedžerjev pri vodenju podjetja. Bolj verjetno se zdi, da so menedžerji zainteresirani za opsijsko nagrado tedaj, ko imajo notranje informacije o bližnjih dobrih novicah, ki pomenijo višjo sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov in s tem višjo ceno delnic (Groznič, Valentinčič, 2004, str. 11).

Tudi nekateri drugi avtorji ugotavljajo podobno.²⁰ V vseh raziskavah je bil uporabljen podoben postopek: preučevanje tečajev delnic v 30-50 dneh po uvedbi opsijskih načrtov (Cigan, 2002, str. 67). Aboody in Kasznik svojo raziskavo zaključita z ugotovitvijo, da menedžerji sporočajo negativne novice tik pred podelitvijo opcij, medtem ko se za objavo pozitivnih novic pogosto odločajo po dnevu podelitve opcij. Njun izračun pokaže, da z znižanjem izvršilne cene za vsak dolar vrednost podeljene opcije naraste za 68 centov (Aboody, Kasznik, 1999).

¹⁹ V enotirnem sistemu upravni odbor (*Board of Directors*).

²⁰ V ločenih raziskavah so omenjeno povezavo preučevali še Brickley, Bhagat in Lease leta 1985, DeFusco, Johnson in Zorn leta 1990, ter Aboody in Kasznik leta 2000.

2.6.3. Tveganje podjetja

Menedžerji, nagrajeni z opcijami, lahko vplivajo tudi na tveganost podjetja na način, ki ni nujno v skladu s cilji podeljevanja opcij. Tej praksi so še posebej naklonjeni, kadar je tržna cena delnice precej pod izvršilno ceno opcije in je zato možnost izvršitve opcije v prihodnosti izjemno nizka. V tem primeru menedžerji tako ali tako ne morejo dosti izgubiti, lahko pa veliko pridobijo. Študije so pokazale, da menedžerji spreminjajo kapitalsko strukturo podjetji v smeri večje zadolženosti in tako povečujejo finančni vzvod podjetja (Groznik, Valentinčič, 2004, str. 11).

Čeprav z Nobelovo nagrado nagrajeni Modigliani-Miller teorem vpliva takšnega ravnanja na ceno delnice podjetja ne priznava, kopičenje dolga vpliva na vrednost delniških opcij (The trouble with share options, 1999, str. 14). Posledica višje zadolženosti podjetja je praviloma višja donosnost kapitala ob ceni višjega tveganja. Problem opcij pa je, da so ob višjem tveganju podjetja tudi več vredne, saj se njihov potencialni donos poveča (Groznik, Valentinčič, 2004, str. 11). Tveganje podjetja namreč v Black – Scholes enačbi nastopa kot eden izmed glavnih dejavnikov vrednosti opcije.

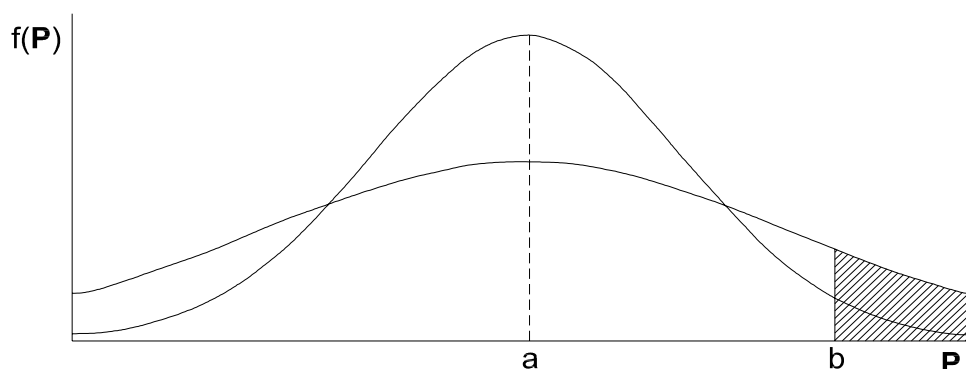
Za lažje razumevanje pogledjmo primer, v katerem predpostavimo, da je menedžer v preteklosti prejel opcije z izvršilno ceno (b), trenutna cena delnice pa je nižja od izvršilne (a) (glej Sliko 5 na strani 19). Opcije se v danem trenutku torej ne plačajo. Višja krivulja na sliki predstavlja neko manj tvegano verjetnostno porazdelitev cene delnice v prihodnosti. Ob dani krivulji je verjetnost, da se bodo opcije v prihodnosti plačale (da cena delnice naraste nad b) precej majhne.

Situacija postane precej drugačna v primeru, da se menedžment odloči spremeniti podjetje v smer večje tveganosti.²¹ V primerjavi s prvotno, manj tvegano porazdelitvijo bolj tvegano verjetnostno porazdelitev cene delnice v prihodnosti predstavlja nižja krivulja na sliki 5. Če so vsi ostali pogoji nespremenjeni, je za menedžerja v takšni situaciji verjetnost zaslužka iz naslova realiziranih delniških opcij precej višja. Možnost, da se bodo opcije v določenem obdobju v prihodnosti plačale, namreč postane precej višja (črtkani del).

Možna izguba za menedžerje je za razliko od lastnikov delnic podjetja v vsakem od obeh primerov enaka nič, možni dobiček pa je v primeru bolj ploščate, to je bolj tvegane porazdelitve možnih izidov cene delnice v prihodnosti, višji (Cigan, 2002, str. 49).

²¹ To lahko vodstvo podjetja stori bodisi s spremenjeno strukturo financiranja v smeri večje zadolženosti, bodisi s spremembo strukture svojih poslovnih aktivnosti v smeri bolj tveganih poslovnih projektov.

Slika 5: Vpliv nestanovitnosti na časovno vrednost opcije



Opombe:	P	mogoča cena delnice
	$f(P)$	gostota verjetnosti
	a	trenutna cena delnice
	b	izvršilna cena opcije

Vir: Cigan, 2002, str. 49.

Tako zastavljen sistem nagrajevanja menedžerja spodbuja tako, da se loteva tudi tistih projektov z visokimi pričakovanimi denarnimi tokovi, a tudi visoko tveganostjo, ki se jih sicer ne bi. Mehanizem nagrajevanja z delniškimi opcijami ponuja visoke nagrade za uspešnost projektov, saj je potencialni donos iz delniških opcij navzgor neomejen, ter nizke kazni ali sploh njihovo odsotnost za neuspešnost projektov (Kleidienst, 2002). Menedžer, ki namesto drugih načinov nagrajevanja dela prejme delniške opcije, s padcem cene delnice izgubi precejšen potencialni dohodek. Vendar v nasprotju z dejanskim lastništvom ne utрпи nobene neposredne škode. Opcije, ki se ne splača, mu seveda ni potrebno izvršiti (Mcguire, Matta, 2003, str. 256).

Problem tveganosti podjetja se kaže še na en način. Sanders je v svoji raziskavi ugotovil, da so menedžerji, katerih plačilo je vezano na delniške opcije, precej bolj nagnjeni k prevzemanju podjetij, kot tisti brez te vzpodbude. Po njegovem mnenju je prevzem najbolj tvegan projekt, ki ga podjetje lahko naredi s svojim denarjem. Če ima menedžer v lasti precej delniških opcij, ki se ne splačajo, bo lahko bogato nagrajen v primeru uspeha takšnega prevzema. V nasprotnem primeru, torej ob neuspešnem prevzemu in dodatnem padcu cene delnice, pa ne bo občutil finančnih posledic (Coy, 1999).

Ameriški ekonomist Kay pa je v začetku devetdesetih let analiziral 20 podjetij, ki jih je ameriški regulator trga vrednostnih papirjev Securities & Exchange Commission (SEC) označil za zelo dobra ali zelo slaba kar se tiče prevzemanja podjetij.²² Odkril je, da je bila plača menedžerjev v najslabših prevzemnikih petkrat bolj odvisna od delniških opcij kot v

²² Ta ocena je bila podana na podlagi bodisi zelo pozitivne bodisi zelo negativne spremembe cene delnic prevzemnega podjetja po opravljenem prevzemu.

podjetjih, katera je SEC označil za najboljša po tem kriteriju. Raziskava iz leta 1991 na University of Nebraska pa je med drugim pokazala, da se nestanovitnost cene delnice po vpeljavi opcijskega nagrajevanja poviša (Coy, 1999).

Različne metode nagrajevanja različno vplivajo tudi na psihologijo menedžmenta. V svoji raziskavi leta 1999 so Bryan, Hwang in Lilien proučevali vpliv nagrajevanja na ravnanje menedžmenta v letih od 1992 do 1997. V tem času so bile opcije najbolj pogost način nagrajevanja predvsem v hitro rastočih podjetjih, ki so želela zadržati denarni tok in obenem ohraniti zaposlene s spodbujevalnimi nagrajevalnimi shemami. Rezultati so pokazali, da opcije spodbujajo sprejemanje tveganih odločitev. Nasproten učinek so zaznali pri podjetjih, ki svoj menedžment nagrajuje neposredno v delnicah. Vodenje teh podjetij je bilo precej bolj konzervativno in tveganju nenaklonjeno. Raziskava zaključuje, da so delniške opcije učinkovit način za nagrajevanje menedžmenta hitro rastočih podjetij, v katerih je tveganje zaželeno (Bryan, Hwang, Lilien, 2000, str. 689).

2.6.4. Zgodnja izvršitev opcij

Zaposleni izvršujejo delniške opcije relativno kmalu, kar je v nasprotju z optimalnimi politikami izvrševanja, ki izhajajo iz finančne teorije. Ob odsotnosti notranjih informacij menedžer ne bi smel imeti razloga, da izvrši delniško opcijo na delnico²³ pred zapadlostjo (Yermack, 2001, str. 1).

Dokaz tendence k zgodnji izvršitvi sta pokazala Huddart in Lang, ki sta v svoji raziskavi leta 1999 proučevala obnašanje 50.000 zaposlenih z izvršljivimi delniškimi opcijami v osmih podjetjih. Ugotovila sta, da večina zaposlenih izvrši svoje opcije takoj po izteku moratorija, to je dve ali tri leta po datumu podelitve, čeprav možnost izvršitve traja na primer 10 let (Yermack, 2001, str. 1).

Nekatere raziskave so pokazale, da je nagnjenost k zgodnji izvršitvi opcij pozitivno povezana z nestanovitnostjo tečaja delnice, na katero se opcija glasi (Cigan, 2002, str. 58).

Zgodnja izvršitev delniških opcij je v veliki meri povezana s problemom dojemanja vrednosti opcije v očeh njenega lastnika. S plačilom v obliki lastnih delniških opcij podjetje namreč sili zaposlene k držanju visoko nerazpršenega portfelja vrednostnih papirjev. Ker so praktično vsi vlagatelji tveganju nenaklonjeni, je upravičena domneva, da tako svoj paket delniških opcij dojemajo kot manj vreden. Nek drugi investitor bi takšnemu paketu ob bolj razpršenem portfelju pripisoval večjo vrednost (Bodie, Kaplan Merton, 2003, str. 66).

²³ Ob predpostavki delnice, ki ne izplačuje dividend. V nasprotnem primeru bi optimalen čas izvršitve nastopil prej, vendar ne mnogo.

Ocene velikosti tega diskonta²⁴ variirajo med 20% in 50% tržne vrednosti paketa opcij, odvisno od nestanovitnosti osnovnega instrumenta in stopnje razpršenosti finančnega portfelja zaposlenega. Obstoje tega diskonta je včasih uporabljen kot vzrok velikim nagradam v delniških opcijah najvišjemu menedžmentu. Tako podjetje, ki želi izplačati predsedniku uprave 1 milijon USD v opcijah, ki so na trgu vredne vsaka po 1.000 USD, namesto 1.000 podeli 2.000 opcij, ker je 1.000 opcij z vidika zaposlenega vrednih le 500.000 USD (Bodie, Kaplan, Merton, 2003, str. 67).

2.6.5. Znižanje izvršilne cene opcij

Pomembno pomanjkljivost opcij predstavljajo sporna določila opsijskih nagrad, da se sme v primeru padca cen delnic znižati izvršilne cene, navedene v podeljenih opcijah. Spodbujevalni učinek delniških opcij izgubi ves svoj smisel v trenutku, ko se menedžment zave, da ob morebitnem padcu cen delnic lahko računa na novo, nižjo izvršilno ceno opcij (Taken for a ride, 2002).

Po poku borznega balona leta 2000 so se cene mnogih delnic na trgu znašle pod izvršilno ceno podeljenih delniških opcij. Konec leta 2001 je v ZDA 90% na borzi kotirajočih podjetij imelo izdanih vsaj nekaj opcij, katerih izvršilna cena je bila pod tedanjo tržno. Pri okoli polovici omenjenih podjetij so bile vse opcije v takšnem položaju in zato za njihove lastnike praktično brez vrednosti.²⁵ Vse pogosteje se je zato dogajalo, da je podjetje v tem primeru zaposlenim podeljevalo vedno več opcij po vedno nižjih cenah (Revell, 2003).

Takšne ugodnosti pa ne morejo biti deležni lastniki delnic podjetja. Ko se je cena delnic zniževala, se je skupaj z njo manjšalo tudi premoženje investorjev. Zniževanje izvršilne cene opcije ščiti menedžment pred vsakršnim znižanjem cene delnice. Upravni odbori so se te metode posluževali zaradi strahu pred izgubo dragocenih kadrov, ki bi sicer zaradi izgube kompenzacije za delo na račun opcij zapustili podjetje (Daily, Dalton, 2002, str. 29).

Daily in Dalton sta leta 2002 analizirala vpliv znižanja izvršilne cene opcije na uspešnost podjetij. 103 podjetja, ki so se poslužila te metode, sta primerjala z enakim številom podobnih podjetij iz istih panog, ki tega niso storila. Rezultati so pokazali, da podjetja z zniževanjem izvršilne cene niso uspela nič bolje zadržati svojih kadrov kot njihova konkurenca brez podobnih ukrepov (Daily, Dalton, 2002, str. 30).

²⁴ V angleški terminologiji zasledimo izraz »deadweight cost«.

²⁵ Vedno obstaja možnost, da pred datumom izvršitve cena delnice naraste nad izvršilni ceno in se tako opcij zopet splača, zato opcije niso popolnoma brez vrednosti – imajo časovno vrednost.

2.6.6. Zadrževanje delnic po izvršitvi opcij

Podjetja pogosto kot osnovni motiv za uporabo delniških opcij kot nagrade navedejo željo po spodbujanju solastništva zaposlenih.²⁶ Vendar je praksa pokazala, da menedžment le redko dlje časa drži delnice, pridobljene z opcijskimi načrti (Yermack, 2001, str. 2).

Ofek in Yermack sta v svoji študiji leta 2000 preučevala preko 18.000 menedžerjev, ki so sredi devetdesetih let prejeli nagrado v obliki delniških opcij. Čeprav je ta skupina v povprečju letno prejela 57.250 delniških opcij svojih podjetij, se je njihovo solastništvo v delnicah podjetja, katerega vodijo, v povprečju zmanjšalo za 6.340 delnic letno.²⁷ Ti podatki kažejo, da menedžerji prodajo praktično vse delnice po izvršitvi opcij. Prejemniki opcij prodajo delnice tudi takoj po tem, ko prejmejo nove opcije, kar pojasni neto negativno spremembo v lastništvu delnic v preučevanem obdobju (Ofek, Yermack, 2000, str. 1372).

Takšen način prodaje delnic nikakor ni v interesu lastnikov in nasprotuje navedenim razlogom, da s takšnim načrtom obstaja način kompenzacije, vezan na solastništvo podjetja (Yermack, 2001, str. 2).

Čeprav nekateri opcijski načrti zahtevajo, da morajo za pridobitev delnic zaposleni plačati izvršilno ceno v denarju, večina podjetij nudi nedenarne programe izvršitve (*cashless exercise programs*).²⁸ Pri teh programih zaposlenemu ni potrebno plačati ničesar, temveč preprosto prejme razliko med tržno ceno delnice ob izvršitvi in izvršilno ceno, navedeno v delniški opciji. To izplačilo se opravi bodisi v vrednosti delnic podjetja bodisi v denarju (Hall, Murphy, 2003, str. 3).

Podjetja bi lahko preprečila prodajanje delnic s spremembo nagrajevalnih načrtov ali pa s prisilnimi ukrepi od menedžmenta zahtevala solastništvo. Vendar večina podjetji počne ravno nasprotno, ko celo aktivno spodbuja menedžment k likvidaciji njegovih solastniških pozicij²⁹ (Yermack, 2001, str. 2).

2.6.7. Zavarovanje pred nesistematičnim tveganjem

Cilj nagrajevanja z opcijami je povečati menedžerjevo izpostavljenost nesistematičnemu tveganju spremembe cene delnice podjetja. Tako bo namreč osebno občutil finančne posledice padca cene delnice (Share and share unalike, 1999, str. 21).

²⁶ Tako je podjetje Procter & Gamble leta 1995 v svojem gradivu za letno skupščino napisalo, da je opcijski načrt pripravljen v skladu z »željami podjetja po povečanju števila delnic v lastništvu menedžmenta« (Yermack, 2001, str. 2).

²⁷ Mediana je sicer bila 22.120 za število opcij in +640 za število delnic.

²⁸ V Sloveniji se za takšno obliko nagrajevanja uporablja izraz »navidezne opcije«.

²⁹ Na primer z nedenarnim programom izvršitve.

Vendar so v zadnjih letih trgovci z izvedenimi finančnimi instrumenti razvili več metod, ki menedžerjem omogočajo realizacijo vrednosti njihovih delniških pozicij brez dejanske prodaje delnic in tako zavarovanje pred tveganjem. Takšen trg je priložnost za menedžerje, da prizadevanja za vzpodbude, ki jih njihovi delodajalci uvedejo s podelitvijo delniških opcij, preprosto izničijo. Metode za doseganje takšnega cilja vključujejo delniške zamenjave (*equity swaps*), prodajne opcije, ovratnice (*collars*), pa tudi zastavo delnic (Yermack, 2001, str. 2).

Teh metod se menedžerji poslužujejo zlasti pred javno objavo kakšne za podjetje slabe novice (Share and share unalike, 1999a, str. 21).

2.6.8. Nagrajevanje povprečnosti

Rappaport opozarja na pomanjkljivost delniških opcij predvsem v hitro rastočih panogah. Obstaja namreč nevarnost, da podjetje kljub naraščajoči vrednosti delnic začne zaostajati za tekmeci (vrednost pri njih raste še hitreje) in se znajde v precejšnjih težavah, menedžerji pa z unovčenjem delniških opcij vseeno obogatijo (Zupan, 2001, str. 240).

Kratkoročne spremembe cen delnic so v veliki meri odvisne od spremembe cen na celotnem delniškem trgu ali od sprememb cen delnic v panogi. Statistična analiza celotnega donosa delničarjev³⁰ skoraj 400 ameriških podjetij v obdobju od leta 1962 do leta 2000 je ugotovila, da je v povprečju 40 odstotkov donosa v katerem koli eno- ali triletnem obdobju možno pripisati spremembam na celotnem delniškem trgu ali spremembam cen delnic v panogi.³¹ Če so torej menedžerji nagrajeni izključno na podlagi spremembe cene delnice, je ta nagrada (ali kazen) večinoma posledica dogodkov zunaj njihovega nadzora (Dobbs, Koller, 2000, str. 190).

Od optimalne nagrajevalne sheme z delniškimi opcijami bi pričakovali takšno varovalko, ki odstrani splošna povečanja cen delnic na trgu. Tako bi bila nagrada izplačana le za uspešnost v primerjavi z nekim standardom (Taken for a ride, 2002). Zagotovo je neprimerno bajno nagrajevanje s podeljenimi opcijami in bogatitev menedžmenta na račun lastnikov podjetja, če vrednost delnice podjetja naraste za manj kot delnica konkurenta. Prav tako je potrebno ustrezno nagraditi tudi boljše vodenje podjetja od konkurentov v času padanja vrednosti delniških tečajev, čeprav pada tudi vrednost delnic podjetja. Opcije tega ne omogočajo.

The Economist navaja Crystala, ki je v svoji raziskavi ugotovil, da je na račun podeljenih delniških opcij med leti 1995 in 1998 86% menedžerjev podjetij, ki sestavljajo indeks S&P 500, v povprečju zaslužilo 8 milijonov USD. Če bi bila njihova nagrada pogojena z rezultati,

³⁰ Ta donos je sestavljen iz dividendnega donosa in kapitalskega dobička.

³¹ Eno- in triletna obdobja se navadno uporabljajo za ocenjevanje vpliva menedžmenta na spremembo cene delnice.

boljšimi od omenjenega indeksa v tem obdobju, bi le 36% menedžerjev do nagrade sploh bilo upravičenih (Share and share unalike, 1999, str. 21).

2.6.9. »Reloading«

Ta pojav omogoča menedžerjem, da izvršijo delniško opcijo v času visoke cene delnice, obenem pa jim podjetje izda nov paket delniških opcij s starim datumom zapadlosti. Takšen način izvrševanja opcij pravzaprav omogoča menedžerjem realiziranje donosov na podlagi kratkoročne variabilnosti cene delnice, čeprav dolgoročno cena delnice sploh ne narašča (Taken for a ride, 2002).

Za lažje razumevanje pogledjmo primer. Menedžer ima na primer v lasti 1.000 delnic s tržno ceno 10 USD ter 1.000 opcij z izvršilno ceno 10 USD in desetletno dobo zapadlosti. Čez pet let tržna cena delnice naraste na 20 USD. Notranja vrednost opcij je tako 10.000 USD. Menedžer nato izvede transakcijo v treh korakih: namesto neposrednega nakupa delnic po izvršilni ceni uporabi 500 od svojih 1.000 delnic (prav tako vrednih 10.000 USD) za izvršitev 1.000 opcij, ki jih nato pretvori v delnice podjetja. Poleg tega mu podjetje podeli še 500 novih opcij z izvršilno ceno, enako trenutni tržni ceni delnice (20 USD) in s starim datumom zapadlosti (v tem primeru 5 let).

Menedžer ima tako po tej transakciji v lasti 1.500 delnic in 500 novih opcij namesto 1.000 delnic in 1.000 opcij. Če cena delnice na primer pade nazaj na 10 USD, je 1.500 delnic še vedno vrednih 15.000 USD v primerjavi z 10.000 USD brez te transakcije. Menedžer je tako delno zaščiten pred padcem delniškega tečaja, poleg tega pa upravičen do dividend in glasovalnih pravic. Še vedno pa ima nekaj opcij, uporabnih za primer prihodnjih skokov delnice (Reingold, 1998).

Velik problem tega pojava je, da za menedžerje pravzaprav predstavlja prodajno opcijo na delnico podjetja. Dolga pozicija v nakupni opciji na delnico minus kratka pozicija v delnici, v finančni teoriji poznana tudi kot pariteta med nakupno in prodajno opcijo (*put-call parity*), je namreč enaka dolgi poziciji v prodajni opciji.³² Menedžer lahko tako preko »reloadinga« pravzaprav pridobi brezplačno prodajno opcijo na delnico podjetja, katerega vodi. Optimalna strategija investiranja veva izvršitev opcije, kadar cena delnice naraste, da bi izkoristili to brezplačno zavarovanje. Podatki podjetij, ki takšno prakso omogočajo, kažejo, da so takšne izvršitve opcij dejansko zelo pogoste (Yermack, 2001, str. 3).

Povsem na mestu je vprašanje, zakaj bi nekdo hotel menedžerju omogočiti takšne spodbude, pri katerih mu pravzaprav omogoča zaslužek ob padcu cene delnice podjetja.

³² Ta relacija sicer ne velja za ameriški tip opcije, ki omogoča izvršitev pred dnevom zapadlosti. Predvideva tudi, da v času trajanja opcije ni izplačila dividend (Brealey, Myers, 2001, str. 591).

2.6.10. Računovodsko napihovanje dobička

Znameniti ameriški vlagatelj Warren Buffett je v nekem govoru dejal: »Računovodska pravila omogočajo menedžmentu izbiro. Lahko se odloči za nagrajevanje zaposlenih v eni obliki in upošteva stroške, ali pa v drugi obliki in stroške ignorira. Nič čudnega, da uporaba delniških opcij raste kot gobe po dežju.« (An expense by any other name, 2002).

Razcvet nagrajevanja v obliki delniških opcij v tujini gre iskati predvsem v pomanjkljivi računovodski obravnavi stroškov dela, kar je omogočilo podjetjem praktično brez vednosti delničarjev ob visokih nagradah menedžmentu sočasno prikazovati visoke dobičke (Cigan, 2002, str. 102). Ker opcij po obstoječih računovodskih standardih v ZDA ni potrebno uvrščati med odhodke, je njihov pozitiven vpliv na dobičke družb neizogiben (An expense by any other name, 2002).

Ta problem najlažje ponazorimo s hipotetičnim primerom. Predpostavimo, da se dve sicer identični podjetji A in B razlikujeta zgolj v strukturi nadomestil zaposlenim za opravljeno delo. Podjetje A svojim delavcem med letom plača 400.000 USD v denarju. Na začetku leta preko investicijske banke tudi izda na finančnem trgu za 100.000 USD delniških opcij, ki eno leto ne morejo biti izvršene. Od zaposlenih tudi zahteva, da 25% svojih prejemkov namenijo za nakup novo izdanih delniških opcij. Čisti denarni tok podjetja A je tako negativen, in sicer 300.000 USD (odtok 400.000 USD za plačila delavcem in pritok 100.000 USD kot posledica izdaje delniških opcij).

Za razliko od podjetja A pa podjetje B plača zaposlenim 300.000 USD v denarju in jim neposredno podeli za 100.000 USD delniških opcij na začetku leta. Ekonomsko gledano se oba paketa plačil ne razlikujeta, saj so plačila delavcem enaka, obe podjetji imata izdanih enako število delniških opcij in enak denarni odtok. Tudi motivacijski učinek na delavce je v obeh podjetjih enak.

Ob pripravi izkaza poslovnega izida bo podjetje A prijavilo za 400.000 USD stroškov dela in v bilanci stanja 100.000 USD kot lastniški kapital. Če podjetje B podeljenih opcij ne upošteva kot odhodek v izkazu poslovnega izida, bodo njegovi stroški dela le 300.000 USD, prav tako pa opcije ne bodo vključene v bilanco stanja. Ob predpostavki enakih prihodkov bo tako dobiček podjetja B za 100.000 USD višji, prav tako pa bo imelo nižjo vrednost kapitala v bilanci stanja, čeprav bo v prihodnosti ob predpostavki izvršitve opcijske pravice vseh zaposlenih v obeh podjetjih število izdanih delnic enako.

Kot rezultat bo podjetje B od podjetja A boljše tako po dobičku kot po dobičkonosnosti kapitala. Zato je vprašanje o legitimnosti računovodskih predpisov, ki omogočajo dvema ekonomsko enakima entitetama tako različno interpretacijo rezultatov, povsem na mestu (Bodie, Kaplan Merton, str. 64).

Ko je eno podjetje v panogi pričelo podeljevati delniške opcije, je za konkurente postalo težko oziroma praktično nemogoče, da ne bi storili enako. Popolnoma razumljivo je, da nobeno podjetje ni želelo poročati o manjših dobičkih kot njegov konkurent, še posebej, če je razliko moč izničiti z eno računovodsko potezo (Out of options, 2003, str. 56). Konec leta 2000 je delež delnic, namenjenih za delniške opcije zaposlenim v največjih 200 ameriških družbah, narasel na neverjetnih 16,4% izdanih delnic (An expense by any other name, 2002).

Številne študije kažejo razsežnosti, v katerih je takšno obravnavanje opcij napihnilo dobičke podjetij. Britanski ekonomist Andrew Smithers ugotavlja, da je vrednost podeljenih opcij leta 2000 predstavljala 19,7% dobičkov velikih ameriških družb in kar 72,8% dobičkov podjetij s področja informacijske tehnologije (An expense by any other name, 2002). Pri Merrill Lynch so za leto 2002 ocenili, da bi upoštevanje opcij kot odhodka v povprečju zmanjšalo dobičke ameriških podjetij za 10%, medtem ko bi bil ta delež pri visokotehnoloških podjetjih kar 60% (Out of options, 2003, str. 56). Čeprav ocene variirajo, je ameriška centralna banka (FED) v svojem poročilu navedla, da so delniške opcije napihnile rast dobičkov velikih korporacij v letih med 1995 in 2000 za dve in pol odstotni točki letno. V primeru obravnavanja opcij kot odhodka podjetij se je rast dobičkov ameriških podjetij končala že leta 1997, zaključujejo analize (An expense by any other name, 2002).

Tabela 5: Vrednost izdanih opcij kot delež čistih dobičkov podjetij v indeksu S&P 500 v izbranih letih

Leto	1996	1998	2000	2002
Delež	2%	5%	8%	23%

Vir: Byrnes et al., 2003, str. 37.

Ta slabost, ki je za razliko od ostalih izključno posledica računovodskega obravnavanja, bo s spremembo računovodskih standardov odpravljena ali vsaj omiljena. Odbor za mednarodne računovodske standarde (IASB) je namreč izdal standard IFRS2, ki ureja računovodsko obravnavanje nagrad zaposlenim vezanih na solastništvo. Od 1. januarja 2005 bodo tako javne delniške družbe vse nagrade zaposlenim, ki temeljijo na delnicah, obvezno morale vključiti v svoj izkaz poslovnega izida v obliki odhodkov. To posledično velja tudi za podeljene delniške opcije, ki bodo vrednotene po pošteni vrednosti na dan podelitve (IASB, 2004).

Dejstvo pa je, da tudi sprememba računovodskega obravnavanja nikakor ni porok za preprečevanje goljufij in prenapihnenih dobičkov. Vsak sistem nagrajevanja, vezan na uspešnost podjetja, pomeni potencialno nevarnost finančnih malverzacij (Sahlman, 2002, str. 96).

2.6.11. Goljufije in kratkoročni dvigi cen delnic

V kombinaciji z možnostjo prodaje delnic podjetja takoj, ko je delniška opcija izvršena, delniške opcije spodbujajo menedžment h kratkoročnim poslovnim strategijam in celo goljufijam. Z manipuliranjem računovodskih kategorij omogočajo menedžmentu na račun fiktivnih dobičkov dvig cene delnice in s tem vrednost opcije ter nato njeno izvršitev (Clambering back up, 2002).

Poslovna praksa je tudi pokazala, da so menedžerji napihnili vrednost delnic prav ob izteku svojih opcij. Dolgoletni direktorji so nekaj let pred upokojitvijo začeli sistematično prodajati pomembne dele podjetij, da bi dosegli izreden dobiček in dvignili ceno delnic, s tem pa vplivali na izkupiček svojih opcij. Takšno združevanje lastniške in menedžerske funkcije je bolj koristilo menedžerjem kot delničarjem, saj so prvi uporabili notranje informacije v lastno korist (Rus, 2003).

Problem, povezan z umetnim dvigovanjem cene delnic, je tudi nakup lastnih delnic podjetja. To potrjuje raziskava, ki so jo opravili Bens, Wong, Skinner in Nagar. Ugotavljali so povezavo med podeljenimi delniškimi opcijami menedžmentu in odločitvami o nakupu lastnih delnic podjetja za 357 podjetij v indeksu S&P 500 med leti 1996 in 1999. Pokazalo se je, da so se menedžerji za ta korak odločali predvsem, da bi dvignili dobiček na delnico (Koretz, 2004).

Podjetja so povečevala nakupe lastnih delnic in tako zniževala število delnic v obtoku ob vsakokratni upočasnitvi rasti dobička z namenom, da ohranijo napovedano rast dobička na delnico³³ in tako zvišujejo ceno delnice (Koretz, 2004).

Menedžerji z delniškimi opcijami lahko na kratek rok povečajo vrednost podjetij in s tem lastno premoženje. Prav to pa je na las podobno zlorabam, ki so se dogajale, preden so delniške opcije domnevno uskladile interese lastnikov in menedžerjev (Share and share unalike, 1999, str. 20).

2.7. *Alternative nagrajevanju z opcijami*

V sedemdesetih in zgodnjih osemdesetih letih prejšnjega stoletja je bil v ZDA praktično edini način nagrajevanja menedžmenta izplačilo v denarju. Nagrajevanje, zasnovano na solastništvu podjetja, je v kasnejšem obdobju pomenilo napredek, saj je vezalo nagrajevanje vodstva neposredno na uspešnost podjetja (Use and abuse, 2002).

³³ To seveda vključuje tudi potencialne delnice v obliki delniških opcij.

V zadnjih petindvajsetih letih so višine nagrad menedžerjem dosegale neverjetno rast, v največji meri na račun delniških opcij. Leta 1980 je v ZDA tovrstno nagrado prejelo 30% predsednikov uprav, leta 1994 pa že 70%. Ni pa se spremenila le pogostost pojava takšnega nagrajevanja, temveč se je dramatično povečala tudi vrednost povprečnega paketa podeljenih opcij. Medtem ko se je vrednost ne-opcijskih načinov kompenzacije za delo (na primer plače in bonusi) v omenjenem obdobju v povprečju skorajda podvojila na 1,3 milijona USD, je povprečna letna vrednost podeljenih opcij menedžerjem narasla za šestkrat, od 200.000 USD na 1.2 milijona USD (Aboody, Kasznik, 1999).

Dodaten razlog za spremembe v strukturi nagrajevanja zaposlenih v ZDA v zadnjih letih je bil tudi zvezni zakon, sprejet leta 1993. Ta namreč delniškim družbam prepoveduje uvrščati med stroške vsakršno plačilo v denarju najvišjim petim predstavnikom družbe nad milijon USD na letni ravni. Izjema so izplačila, vezana na doseganje točno določenih ciljev. Kljub očitnim pomanjkljivostim opcijskega nagrajevanja, pa danes verjetno nihče izmed njegovih kritikov ne zagovarja vrnitve k izključno denarnim nagradam za delo menedžerjev (Revell, 2003).

Dejstvo pa je, da vse obravnavane slabosti v devetdesetih letih tako opevanim opcijam zmanjšujejo primernost za nagrajevanje. Dodaten razlog za vse manjšo priljubljenost je posledica splošnih gibanj borznih tečajev, saj je po letu 2000 svetovne finančne trge zaznamovalo padanje vrednosti delnic. Tako se je delež predsednikov uprav s podeljenimi delniškimi opcijami v največjih 1000 podjetjih v ZDA z 90% iz leta 2001 znižal na 84% v letu 2002 (Is that enough?, 2003, str. 65).

Zato ne preseneča, da so se v poslovnem svetu zopet pojavile razprave o metodah nagrajevanja, ki bi opcijam predstavljale boljšo alternativo ter bolje zadovoljile in izenačile interese tako menedžerjev kot lastnikov (Hof, 2003).

Prvo izmed visokotehnoloških podjetij in hkrati največje izmed njih, Microsoft, se je 8. julija 2002 odločilo popolnoma opustiti opcijsko nagrajevanje zaposlenih. Ta odločitev je marsikoga presenetila, saj je prav Microsoft skorajda tako kot po operacijskem sistemu Windows slovel po ustvarjanju milijonarjev med zaposlenimi, predvsem s pomočjo delniških opcij (Out of options, 2003, str. 55).

Svojo odločitev je podjetje sicer zagovarjalo kot metodo zmanjševanja negotovosti glede zaslužka med svojimi zaposlenimi in ne kot posledico pomanjkljivosti opcijskega nagrajevanja. Ko je bila leta 1999 vrednost Microsoftove delnice na vrhuncu, bi takšen ukrep po vsej verjetnosti povzročil pravi upor med opcijskimi upravičenci. V letu 2002 pa je bila izvršilna cena polovice vseh Microsoftovih podeljenih opcij pod tržno ceno delnice, zato odločitev ni povzročila večjih razburjenj (Out of options, 2003, str. 55).

Če se je v preteklosti zdelo, da so opcije čudežen instrument, ki primerno nagraduje vodstvo podjetja in investitorje, se v prihodnosti verjetno obeta precej kompleksnejši poskus rešitve

tega problema. Vendar nekatere študije kažejo, da smotrna uporaba opcij v kombinaciji z drugimi metodami nagrajevanja vendarle izboljša rezultate podjetij, zato jih ne gre popolnoma odpisati. Plačila bodo vedno bolj mešanica opcij, delnic z omejitvami pri odtujitvi in denarnih nagrad. V kakršni koli obliki, bodo nagrade verjetno vedno bolj neposredno vezane na doseganje točno določenih ciljev poslovanja (Byrnes et al., 2003, str. 36).

Kot alternative podeljevanju delniških opcij v zasledovanju izenačitve interesov menedžmenta in lastnikov se omenjajo predvsem: nagrada neposredno v delnicah, vezana na doseg določenih ciljev, nagrada v delnicah ali delniških opcijah z omejitvami pri odtujitvi in nagrada z indeksiranimi delniškimi opcijami. Vedno več pa je tudi poskusov vpeljave kompleksnejših metod, ki predstavljajo nadgradnje in kombinacije obstoječih.

2.7.1. Nagrade v delnicah vezana na cilje poslovanja

Nagrada v delnicah podjetja, vezana na doseg določenih ciljev (*performance shares*) omogoča izjemno nagrado ob pogoju, da podjetje dejansko preseže zastavljene cilje. Pri podjetju General Electric so se na primer odpovedali klasičnim delniškim opcijam in nagrajevanje uprave z običajnimi delnicami vezali na pogoj, da denarni tok iz poslovanja (*cash flow from operations*) v prihodnjih petih letih letno naraste za 10%. Drugi del nagrade vodstvu je pogojen z boljšimi rezultati od indeksa S&P 500 v enakem obdobju (Brady, Roman, 2003).

2.7.2. Nagrade z omejitvami pri prenosu pravic

Drugi avtorji se zavzemajo za nagrajevalne sheme, ki bi menedžment prisilile k držanju delnic določen čas po podelitvi (*restricted stock*)³⁴ oziroma določen čas po izvršitvi delniških opcij (*restricted stock options*). S temi instrumenti se časovno loči pravica do izvršitve in pravica do nagrade (Elson, 2003, str. 74). Nagrajevalni načrt vodstvu podjetja na primer preprečuje prodajo delnic tri do pet let po prejetju nagrade. Po izteku tega obdobja se te delnice spremenijo v navadne.

V podjetjih Citigroup in FleetBoston se mora vsak izmed vodstva podjetja zavezati, da bo v vsakem trenutku, dokler je v podjetju zaposlen, držal tri četrtine vseh delnic ali delniških opcij, ki jih je prejel kot nagrado za delo v podjetju. V preteklosti so bile podobne zaobljube prej izjema kot pravilo. Bolj pogosta so bila pravila, ki zahtevajo, da mora vrhnji menedžment na primer imeti v delnicah podjetja, katerega vodi, šestkratnik svoje letne plače (Clambering back up, 2002, str. 54).

³⁴ Te metode se sedaj poslužuje tudi Microsoft.

Glavna pozitivna stran nagrajevanja v delnicah nasploh pa je, da tudi ob padanju delniških tečajev delnice ohranijo vsaj del vrednosti, medtem ko so opcije ob padcu tržne cene pod izvršilno za lastnika skorajda brez vrednosti. Ker zaposleni smatrajo delnice kot zanesljivejše plačilo od opcij, podjetju tudi ni potrebno izdati toliko delnic kot opcij. Zaposleni dolar v vrednosti delnic vrednoti višje kot dolar v vrednosti opcij. Podjetje Amazon tako danes izdaja zaposlenim pol manj delnic kot v preteklosti opcij (Hof, 2003).

2.7.3. Indeksirane delniške opcije

Še ena oblika nagrajevanja, ki naj bi preprečila izkoriščanja splošnih trendov gibanja tečajev na finančnih trgih, so indeksirane opcije (*indexed options*). Čeprav gre v bistvu za delniške opcije, je njihova izvršilna cena vezana na neko podlago (*benchmark*) (Sahlman, 2002, str. 95).

Ta podlaga je lahko celoten finančni trg ali pa njegov ustrezen del. Glavna prednost te metode je, da nagrada loči zasluge vodstva podjetja od splošnega gibanja gospodarstva oziroma delniških tečajev. Tako kot je menedžer z opcijami neupravičeno nagrajen v časih splošnih dvigov tečajev, na katere nima nikakršnega vpliva, je po drugi strani kaznovan za enak pojav v primeru splošnih padanj delniških tečajev (Daily, Dalton, 2003, str. 30). Že ob obstoječih pravilih računovodenja ameriškega regulatorja Financial Accounting Standards Board (FASB) pa morajo biti takšne opcije obvezno prikazane kot odhodek v finančnih izkazih, zato ni presenetljivo, da v preteklosti niso bile deležne večje pozornosti.

Pri indeksiranih opcijah pa so tudi težave: z njimi se namreč izločijo zunanji dejavniki, ki imajo enak vpliv na gibanje tečajev delnic vseh podjetij v gospodarstvu oziroma dejavnosti, ne upošteva pa se dogajanje v podjetju samem. Nastaneta lahko dve neskladji. Prvič, naključni dogodki v podjetju vplivajo na spremembo tečaja delnice, a jih ni mogoče pripisati menedžmentu. In drugič, nekateri dogodki, ki so nedvomno posledica odločitev menedžmenta, se ne odražajo v ceni delnic podjetja (nepopoln trg kapitala). Preseganje indeksov torej nikakor ni nujno znak kakovosti dela menedžerjev, temveč je lahko posledica naključnih dogodkov, ki pozitivno vplivajo na podjetje, a niso pod nadzorom njegovega vodstva (Cigan, 2002, str. 60).

2.7.4. Primer podjetja IBM

Med novejšimi nagrajevalnimi sistemi pa najdemo tudi zapletenejše primere, ko podjetja kombinirajo že obstoječe sisteme nagrajevanja in jim dodajajo nove elemente. Podjetje IBM je februarja 2004 objavilo zanimiv primer, sestavljen pa je iz dveh delov (IBM, 2004 in Hamm, 2004).

Prvi del (*Premium price plan*) stopi v veljavo takoj. Po tem načrtu bo 300 najvišjih predstavnikov družbe prejelo delniške opcije z izvršilno ceno, ki je 10% višja od tržne ob dnevu podelitve. Ker gre dejansko za podelitev opcij, ki se ne splačajo, posledično menedžment podjetja ne bo realiziral nobenega donosa, dokler tržna cena delnic ne naraste za več kot 10%. Tako bodo lastniki na primer ob porastu cene delnice za 20% realizirali 20% donos, menedžment pa ob realizaciji delniške opcije 10%.³⁵

Tabela 6: Hipotetični donosi lastnikov in menedžmenta podjetja IBM ob različnih tržnih cenah delnice in tržni ceni delnice 100 d.e. na dan podelitve

Tržna cena delnice (d.e.)	Donos menedžmenta (d.e.)	Donos lastnikov (d.e.)
90	0	-10
100	0	0
110	0	10
120	10	20
130	20	30

Opomba: Dividendni donos ni upoštevan, delniške opcije pa so izvršljive.

Vir: Lastna ponazoritev, 2004.

Drugi del (*Buy first plan*) nagrajevalnega načrta stopi v veljavo leta 2005. Ta predvideva, da bodo zaposleni na trgu morali kupiti določeno število delnic, katerih vrednost bo nato uporabljena kot osnova za podeljevanje opsijskih upravičenj. Če bo na primer ob izvršilni ceni delnice 90 USD (ki je enaka trenutni tržni) želel zaposleni pridobiti opcije s ciljno vrednostjo (*target value*) 18.000 USD, bo na trgu moral kupiti 100 delnic (9.000 USD deljeno z 90 USD). S pomočjo Black-Scholes enačbe podjetje namreč ocenjuje, da je poštena vrednost takšnih opcij za zaposlene okoli 33% izvršilne cene opcije, torej 30 USD.

Ob ciljni vrednosti 18.000 USD bo zaposleni tako prejel 600 opcij (18.000 USD deljeno s 30 USD). Če zaposlenemu te delnice tri leta niso odtujene (nekakšen moratorij), je nato upravičen do 600 delniških opcij z izvršilno ceno 90 USD. Če je tržna cena delnice v tistem trenutku pod 90 USD, so opcije za lastnika seveda brez vrednosti. Še vedno pa mu ostanejo delnice, ki jih je z lastnim denarjem kupil na trgu.

Glavna pozitivna lastnost drugega dela načrta je, da morajo zaposleni na trgu samostojno kupiti delnice, če želijo biti upravičeni do opsijske nagrade. Tako so osebno precej bolj izpostavljeni nevarnosti padca cene delnice (Hamm, 2004).

³⁵ Tudi te opcije pa imajo določeno 4-letno obdobje moratorija in 10-letno obdobje zapadlosti.

3. Nagrajevanje z delniškimi opcijami v Sloveniji

3.1. Aktualne razmere v Sloveniji

V opcijskem nagrajevanju izrazito vodijo ZDA, v okviru EU pa so opcije najpogostejše v Veliki Britaniji in Franciji. V Sloveniji se upravičeno postavlja vprašanje, ali bodo delniške opcije izgubile na pomenu, še preden bodo pri nas sploh začele (Vovk, 2003). Kratka zgodovina izvedenih finančnih instrumentov, nepoznavanje njihove vsebine in posledično strah pred uporabo te finančne kategorije so razlogi, da se ti instrumenti niso oziroma so se le bežno dotaknili slovenskega gospodarstva (Zver, 2002, str. 1673).

V praksi pri nas lahko zasledimo poskuse uvajanja delniških opcijskih programov.³⁶ Vendar je takšnih primerov še vedno zelo malo, pri tem pa naša podjetja kot vzrok navajajo predvsem problem številnih nejasnosti in slabih davčnih stimulacij na tem področju. Poleg tega Ministrstvo za finance doslej ni podalo uradnega tolmačenja načina obdavčitve podeljenih delniških opcij (Samec, 2002, str. 6).

Glede opcijskega nagrajevanja menedžmenta so Združenje Menedžer in slovenske delodajalske organizacije marca 2001 podpisale aneks h Kriterijem za individualne pogodbe o spremembah v nagrajevanju. V tem dogovoru sta po besedah Združenja Menedžer zagotovljena dva temeljna pogoja za uveljavitev opcijskega nagrajevanja: določitev poštene tržne cene delnice v času podelitve opcije in srednjeročni, vsaj petletni rok za izvršitev opcije. Tretji pogoj bi morala zagotoviti država: smiselno obdavčevanje prihodka, pridobljenega iz naslova nagrajevanja z delniškimi opcijami (Krašovec, 2001).

3.2. Ovire za uveljavitev opcijskega nagrajevanja v Sloveniji

V slovenskih razmerah pri uveljavljanju nagrajevanja z delniškimi opcijami obstajata dva ključna problema. Prvi se nanaša na nizko učinkovitost kapitalskih trgov, majhno število lastniških vrednostnih papirjev na organiziranih trgih kapitala ter nizko likvidnost delnic. Drugi problem pa se nanaša na obdavčitev tovrstnih prejemkov (Dakič, 2001).

3.2.1. Gibanje cen delnic na borzi

Eden največjih problemov, s katerim se podjetja srečujejo pri pripravi opcijskega načrta, je prav gotovo gibanje cen delnic na borzi. Te so pri nas pogosto neodvisne od prizadevanj

³⁶ Na primer: skupščina družbe Lek d.d. je dne 24.6.2002 med drugim sprejela tudi sklep, s katerim je pooblastila svojo upravo, da lahko za dobo 18 mesecev pridobiva lastne delnice, tudi za izpeljavo programa delniških opcij. Pooblastilo je možno na podlagi 8. alineje 1. odstavka 240. člena ZGD.

menedžerjev, saj njihove cenovne skoke spodbujajo predvsem govorice o prevzemih in ne objave poslovnih rezultatov (Petrič, 2002).

Druga značilnost slovenskega trga kapitala je, da se cene delnic na kapitalskem trgu v veliki meri spreminjajo sočasno na podlagi temeljnih makroekonomskih gibanj. Cene delnic ne odsevajo svojevrstnega dogajanja v podjetjih in so zato neuporabne kot instrument ocenjevanja investicijske politike menedžerjev (Cigan, 2002, str. 50).

Če kapitalski trgi ne priznavajo poštene vrednosti delnic, potem mehanizmi nagrajevanja na podlagi uspešnosti podjetja izgubijo svoj namen in učinkovitost. Če se namreč prizadevanja menedžerjev za ustvarjenje vrednosti za lastnike ne odsevajo tudi v tržni ceni delnic, potem menedžerji s takšnim načinom nagrajevanja ne morejo pridobiti koristi, kar je njihova odločilna motivacija (Dakič, 2001).

3.2.2. Davčna zakonodaja

V slovenski zakonodaji davčni vidik nagrajevanja z opcijami ni urejen, v praksi pa prepuščen sprotni presoji davčnih organov. Ponekod v tujini se na primer od davčne osnove podjetja odštejejo vsi stroški nakupa oziroma izdaje delnic, ki so namenjene realizaciji opcij. Slovenska podjetja podobne davčne obravnave niso deležna, pravno nedorečen pa je tudi položaj opcijskih upravičencev (Petrič, 2002).

Po neuradnih stališčih pristojnih organov je pri delniških opcijah osnova za obdavčitev opcijskih upravičencev razlika med tržno ceno in ceno, po kateri ima imetnik delniške opcije pravico pridobiti delnice na dan izvedbe opcije. Pri osebah, ki so zaposlene v podjetju, se tak prejemek uvršča med prejemke iz delovnega razmerja, kar pomeni, da je poleg dohodnine obdavčen tudi s prispevki za socialno varnost (Dakič, 2001).

Delež različnih davkov lahko tako znaša kar okoli 70 odstotkov zneska, ki ga podjetje nameni za nagrado posamezniku. Ker govorimo o delnicah, je treba ob njihovi prodaji na razliko med nakupno in prodajno ceno plačati še davek na kapitalski dobiček (Petrič, 2002).

V Sloveniji je davčno obravnavanje za opcijskega upravičenca torej neugodno tudi zato, ker trenutek obdavčitve nastopi dvakrat. Prvič ob izvršitvi opcije (pridobitev delnic) in drugič ob prodaji tako pridobljenih vrednostnih papirjev (Černe, 2002, str. 41).

Za lažje razumevanje pogledimo primer. Menedžerju, opcijskemu upravičencu, ki vodi podjetje, je bila na primer pred petimi leti podeljena opcija za nakup delnic podjetja po ceni 200.000 tolarjev. Do danes, ko poteče izvršilno obdobje, je cena narastla na 300.000 tolarjev, upravičenec pa jo bo v skladu z opcijskim načrtom kupil po izvršilni ceni 200.000 tolarjev. Če jo bo takoj zatem prodal, bo pri vsaki delnici zaslužil 100.000 tolarjev. Ta znesek bo

obdavčena tako z dohodnino kot s socialnimi prispevki, ker je menedžer v podjetju zaposlen. Če bi omenjeni znesek zaslužil član nadzornega sveta, ki s podjetjem ni v delovnem razmerju, bi moral plačati le dohodnino. Omenjenih 100.000 tolarjev je obdavčenih takoj po uresničitvi opcije, torej takoj ob nakupu delnic po vnaprej določeni ceni, nato pa znova ob prodaji z opcijo pridobljenih delnic (Krašovec, 2001).

Tako pride do dvojnega obdavčevanja. Ob predvidenem davčnem tretmaju razlike med v opciji določeno izvršilno (nakupno) ceno delnice in njeno višjo tržno ceno ob realizaciji opcije kot bonitete po plačilu vseh davkov in prispevkov po končanem letnem obračunu bi morala podjetje in zaposleni menedžer (opcijski upravičenec) skupno plačati več kot tri četrtine davkov na prihodek (razliko v ceni delnice 100.000 tolarjev), ob prodaji z opcijo pridobljene delnice pa bi menedžer znova plačal dohodnino (dvojno obdavčevanje); tako bi davki in prispevki lahko presegali omenjenih sto tisoč tolarjev na delnico (Krašovec, 2001).

Takšno obdavčevanje koristi iz naslova delniških opcij je sporno predvsem z enega vidika. V okviru izvedbe opcijskega načrta imajo namreč upravičenci navadno prepoved, da pridobljene delnice prodajo v določenem časovnem obdobju po izvršitvi opcije, kar pomeni, da sploh ni nujno, da bodo s pridobljenimi delnicami realizirali kapitalski dobiček. Lahko se namreč zgodi, da cena delnic do trenutka, ko imajo delnice pravico prodati, pade pod nakupno vrednost (izvršilno ceno v opciji), kar pomeni, da bodo opcijski upravičenci z njimi realizirali celo kapitalsko izgubo. V tem primeru bodo osebe plačale davke na prejemke, ki jih dejansko nikoli niso prejele, kar z vidika davčne enakopravnosti ni sprejemljivo (Dakič, 2001).

Generalni sekretar Združenja Manager Tone Krašovec predlaga obdavčitev ob izvršitvi delniških opcij, vendar brez bremena socialnih in drugih prispevkov. Zagovarja davčne spodbude kot nujni pogoj za uveljavljanje nagrajevanja z delniškimi opcijami. Kot drugo možnost predlaga enotno obdavčevanje nagrajevanja z delnicami in opcijami, vendar ne v okviru kategorije osebnih prejemkov, temveč kapitalskih dobičkov kot podvrste dohodnine. Problem teh predlogov je, da bi takšno obdavčevanje povzročilo neenakopravno obravnavo različnih oblik nagrad zaposlenim, kar ni odlika dobro zastavljenega davčnega sistema. Tudi v ZDA in Veliki Britaniji država zagovarja enotno davčno obravnavo nagrad zaposlenim in poudarja načeli poštenosti in nepristranskosti davčnega obravnavanja. Tako ni razloga, zakaj delniške opcije ne bi bile obremenjene s prispevki, res pa je, da bi morala država omogočiti priznavanje odhodkov na ravni podjetja pri uporabi pravih opcij. Takšna davčna obravnava je v Sloveniji mogoča že sedaj, če se namesto pravih opcij uporabijo navidezne (Cigan, 2002, str. 99).

Efektivno davčno breme nagrajevanja z opcijami je v Sloveniji za podjetja v primerjavi s plačo višje. Temu pa se je moč izogniti z uporabo navideznih opcij. Čeprav so davčne obremenitve in prispevne stopnje visoke, pa ni razloga, zakaj bi davčni sistem razlikoval med različnimi oblikami nagrad (Cigan, 2002, str. 102).

3.3. Primer opcijskega načrta podjetja Etol d.d.

V Sloveniji je doslej opcijski načrt podjetja Etol d.d. poznan kot edini javno objavljen poskus vpeljave opcijskega nagrajevanja. V nadaljevanju je opisan opcijski načrt družbe, podrobno povzet po Seonet-u (Dodatna pojasnila vezana na opcijski načrt Etol d.d., 2003)

3.3.1. Opcijski načrt

Skladno s skupščinskim sklepom družbe dne 5.9.2000, sta nadzorni svet in uprava družbe dne 29.8.2002 sprejela čistopis opcijskega načrta.

V opcijskem načrtu je opredeljeno opcijsko upravičenje, ki daje pravico do nakupa določenega števila navadnih delnic ali pravico do izplačila odškodnine³⁷ (denarni znesek) upravičencem, ki se nakupu delnic odpovedo.

Opcijsko upravičenje se lahko uveljavi samo v dveh časovnih obdobjih:

- od 30.3.2003 do vključno 30.6.2003 za pridobitev največ 50% vseh delnic,
- od 31.3.2005 do vključno 30.6.2005 lahko uveljavi upravičenec opcijsko upravičenje za pridobitev vseh delnic, če jih ni uveljavil v prvem obdobju.

Opcijski načrt pa vsebuje tudi alternativno možnost nagradi v obliki pravih opcij, saj omogoča upravičencem namesto določenega števila delnic izplačilo odškodnine v denarju, pri čemer pa se mu ta izplača po preteku roka za uveljavitev drugega dela opcije (to je od 8.4.2005 do 8.7.2005). Možna je tudi kombinacija obeh navedenih oblik opcijskega upravičenja (delnice in denarno nadomestilo).

Skupno število delnic, ki jih družba namenja za opcijsko upravičenje je 10% navadnih delnic družbe, kar je ob sprejetju opcijskega načrta predstavljalo 27.457 delnic po nominalni vrednosti 10.000 SIT na delnico.

Opcijski upravičenci so uprava družbe, nadzorni svet in vodstveni delavci, zaposleni v družbi. Upravo družbe sestavljata dva člana, opcijsko upravičenje uprave pa je 4.940 delnic. V nadzornem svetu je 6 članov, ki so skupaj upravičeni do 12.355 delnic. Vodstvenih delavcev je 14, njihovo skupno opcijsko upravičenje pa znaša 10.162 delnic. Z vsemi upravičenci so sklenjene pogodbe iz katerih je razviden obseg njihovih upravičenj.

Izvršilna cena opcije znaša 20.575 SIT za delnico in ustreza povprečni ponderirani tržni ceni za delnico na Ljubljanski borzi v letu 2000.

³⁷ Gre za primer navideznih opcij.

Odškodnina se izračuna tako, da se število delnic, ki se lahko pridobijo s posameznim upravičenjem, pomnoži z razliko med povprečnim enotnim tečajem delnice družbe Etol d.d., doseženim na Ljubljanski borzi d.d. v mesecu februarju 2005 in nakupno ceno delnice.

Omejitve pri opcijskih upravičenjih so:

- opravljanje funkcije najmanj dve leti,
- razveljavljanje pogodbe, če je prišlo do razrešitve s funkcije ali prekinitve delovnega razmerja iz krivdnih razlogov,
- opcijsko upravičenje ni prenosljivo,
- v primeru smrti upravičenca se opcijsko upravičenje prenese na dediča.

Prepoved odsvojitve delnic iz naslova opcijskih upravičenj velja najmanj pet let od uveljavitve opcijske pogodbe, razen če je podana ponudba za prevzem družbe Etol d.d. V primeru kršitve mora upravičenec družbi plačati odškodnino, ki predstavlja zmnožek števila odsvojenih delnic in 25% najvišje cene za eno delnico, kot je bila dosežena na Ljubljanski borzi d.d. v poslovnem letu pred izvršeno kršitvijo.

Opcijska upravičenja v obliki delnic se izvršujejo iz sklada lastnih delnic ETOL d.d. Nastale razlike v cenah se pokrijejo v breme statutarne rezerv, v kolikor te ne zadoščajo, pa v breme stroškov poslovanja tekočega leta. Enako velja za odškodnine.

3.3.2. Izvajanje opcijskega načrta

30.6.2003 se je izteklo prvi rok za uveljavljanje opcijskih upravičenj. Iz sklenjenih pogodb je razvidno, da je od skupno 27.457 delnic skupnih opcijskih upravičenj, kar predstavlja 10% vpisanega kapitala, zapadlo v izvedbo 13.733 delnic kot opcijska upravičenja. Izveden je bil nakup 70 delnic po ceni 27.899,00 SIT za delnico³⁸ (Izvajanje opcijskega načrta v Etol d.d., 2003).

Za vsa ostala upravičenja, izražena v delnicah, to je 13.663 delnic, se uveljavlja odškodnina, ki pa bo lahko izplačana šele v letu 2005.

Dejansko izvršenih delniških opcij je v prvem delu izvajanja opcijskega načrta zanemarljivo malo. Ostali del nagrade bodo opcijski upravičenci prejeli v denarju oziroma v obliki odškodnin. Tak način izvršitve je tipičen primer navideznih opcij.

Izbira navideznih opcij je posledica že opisane slovenske davčne zakonodaje in ima verjetno dva temeljna razloga: prvič, je ugodnejša z vidika podjetja, saj mu navidezne opcije za razliko

³⁸ Cena vključuje izvršilno opcijsko ceno in dajatve, ki jih mora plačati upravičenec.

od pravih omogočajo znižanje davčne osnove oziroma priznan odhodek na ravni podjetja; in drugič, je ugodnejša z vidika upravičenca. Pri navideznih opcijah upravičenec ne tvega padca delniškega tečaja po izvršitvi opcije in s tem morebitne kapitalske izgube. Ta je še posebej problematična, saj v primeru padca delniških tečajev po izvršitvi opcije na prejeta nagrado, pa čeprav dejansko nerealizirano, plača socialne prispevke³⁹ in dohodnino (Krašovec, 2001). V primeru navideznih opcij se upravičenec izogne tudi dodatnim davčnim obremenitvam v obliki obdavčitve kapitalskih dobičkov v primeru prodaje delnic pred pretekom zakonsko določenega roka treh let od pridobitve delnic (Dakič, 2001).

4. Sklep

Problem agentov se pojavi, ko sta lastniška in ravnateljska funkcija vsaj delno ločeni. To pomeni, da menedžerji niso stoddostni delničarji in ne nosijo vseh gmotnih posledic svojih odločitev. Posledično menedžerji pogosto uresničujejo svoje cilje pred cilji lastnikov.

Ker je uspešnost dela menedžerjev v primerjavi z ostalimi zaposlenimi precej težje nadzirati, je pri njih smiselno povezovati kompenzacijo za delo z uspešnostjo podjetja kot celote. Kot eden izmed načinov za povezavo teh dveh kategorij se je razvilo nagrajevanje z delniškimi opcijami. Logika takšnega nagrajevanja je preprosta: menedžerji bodo deležni nagrade le v primeru, da vrednost cene delnice in s tem premoženje lastnikov naraste.

Vendar se je v praksi pokazalo, da ta načeloma dobra ideja skriva mnogo pasti. Glavni motiv menedžmenta z uvedbo opcijskega načrta sicer postane dvig cene delnice, vendar se mnenja o tem, kdaj in kako to storiti, med lastniki in menedžerji lahko precej razlikujejo. S tem pa delniške opcije namesto rešitve problema agentov same postanejo problem agentov.

Menedžerji tako lahko v zadovoljevanju svojih interesov vplivajo na neoptimalno razdeljevanje dobička družbe, na podeljevanje opcij v za njih izrazito ugodnih trenutkih ter izpostavljajo podjetje nepotrebnem, s strani lastnikov najpogostejše nezaželenem tveganju.

Poleg tega menedžerji pridobljene opcije v nasprotju z optimalno politiko izvrševanja, ki izhaja iz finančne teorije, nenavadno kmalu izvršujejo, z izvršitvijo opcij pridobljene delnice pa običajno izjemno hitro prodajajo.

Dodaten dvom o stimulativnosti takšnega nagrajevanja vzbujajo možnost zniževanja izvršilne cene podeljenih opcij ob padcu delniških tečajev na borzi, možnost zavarovanja izpostavljenosti tveganju spremembi cene delnice, ki je podlaga za podeljeno opcijo z različnimi finančnimi instrumenti, ter »reloading«. Z običajnimi delniškimi opcijami tudi ni zagotovljeno nagrajevanje individualne uspešnosti menedžerjev, saj jim omogoča velike

³⁹ Socialnih prispevkov so opravičeni člani nadzornega sveta, ki s podjetjem niso v delovnem razmerju.

zaslužke na podlagi temeljnih makroekonomskih gibanj, po drugi strani pa bo v recesiji še tako dober menedžer iz naslova opcij težko pridobil kakršnokoli korist.

Razmahu delniških opcij v ZDA je botrovala tudi njihova računovodska obravnava, saj jih ni bilo potrebno vključevati v izkaz poslovnega izida v obliki odhodkov iz naslova dela, zato so dodatno višale dobiček in tržno ceno delnice, s tem pa tudi vrednost samih podeljenih delniških opcij.

Problem vsakršne kompenzacije, vezane na uspešnost podjetja, pa bodo v prihodnosti verjetno vedno ostale tudi potencialne računovodske goljufije.

V Sloveniji je nagrajevanja z delniškimi opcijami le za vzorec. Vzroka za to sta predvsem dva: nerazvit trg kapitala kot podlaga za nagrajevanje, ki je vezano na solastništvo podjetij, in opcijam neprijazna davčna zakonodaja.

Prvo na borzi kotirajoče podjetje v Sloveniji, ki se je odločilo vpeljati opsijski načrt in ga tudi javno objaviti, je ETOL d.d. Ob izteku prvega roka za uveljavitev opsijskih upravičenj se je za izvršitev pravih delniških opcij odločil le neznamenit del upravičencev. Kot alternativna oblika kompenzacije za delo jim je namreč podano denarno nadomestilo v obliki navideznih opcij (odškodnin). Večina upravičenj je bila izvršena na slednji način, ki je tako za podjetje kot za upravičence predvsem davčno sprejemljivejši.

Literatura

1. An expense by any other name. The Economist, London, 6.4.2002, str. 12.
2. Berk Aleš, Lončarski Igor, Zajc Peter: Poslovne finance. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 292 str.
3. Black Fischer, Scholes Myron: The Pricing of Options and Corporate Liabilities. Journal of Political Economy, New York, maj/junij (81) 1973, str. 637-654.
4. Bodie Zvie, Kaplan Robert, Merton Robert: For the last time: stock options are an expense. Harvard Business Review, Harvard, 2003, 3, str. 62-72.
5. Brady Diane, Roman Monica: Show them the money. Business Week, New York, 29.9.2003, str. 50.
6. Brealey Richard, Myers Stewart: Principles of corporate finance. Sixth edition. Boston: Irwin McGraw-Hill, 2000. 1093 str.
7. Bryan Stephen, Hwang LeeSeok, Lilien Stephen: CEO Stock Based Compensation: An Empirical Analysis of Incentive-Intensity, Relative Mix, and Economic Determinants. Journal of Business, New York, (73) oktober 2000, str. 661-693.
8. Byrnes Nanette et al.: Beyond options. Business Week, New York, 28.7.2003, str. 36-37.
9. Cigan Damijan: Delniške opcije kot možen instrument nagrajevanje menedžerjev po vrednosti podjetja in možnosti za njihovo uveljavljanje v sloveniji – magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 110 str.
10. Clambering back up. The Economist, London, 20.7.2002, str. 53-54.
11. Černe Mitja: Opcijsko nagrajevanje menedžmenta – diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 50 str.
12. Daily Catherine, Dalton Dan: The problem with equity compensation. Journal of Business Strategy, New York, 2002, 4, str. 28-30.
13. Dakič Jadranka: Delniške opcije – bi, ampak.... Finance, Ljubljana, 11.6.2001, str. 3.
14. Dever Raymond: Tell the truth unless it hurts. CPA Journal, New York, september 2003, str. 8-9.
15. Dobbs Richard, Koller Timothy: Stock options aren't enough. McKinsey Quarterly, New York. (3)2000, str. 190-192.
16. Elson Charles: What's wrong with executive compensation?. Harvard Business Review, Harvard, 2003, 1, str. 68-77.
17. Getts Gregory, Ritchen Peter, Salkin Harvey: Portfolio risk management: a computer simulation for stocks and options. Reading, Massachusetts: Addison-Wesley Publishing Company, 1989. 136 str.
18. Groznik Peter, Valentinčič Aljoša: Delniške opcije: »hudičevo delo« ali motivacijsko orodje?. Delo- Sobotna priloga, Ljubljana, 10.1.2004, str. 10-11.
19. Hall Brian, Murphy Kevin: The Trouble with Stock Options. Journal of Economic Perspectives, Pittsburg, 17(3) 2003, 32 str.

20. Hamm Steve: Stock options: as goes IBM.... Business Week, New York, 8.3.2004, str. 36.
21. Hof Robert: Stock options aren't the only option. Business Week, New York, 14.4.2003, str. 60.
22. Hull John: Options, Futures & other derivatives (Fourth Edition). Upper Saddle River, NJ, Prentice-Hall, 2000. 683 str.
23. Is that enough?. The Economist, London, 3.5.2003, str. 64-65.
24. Jensen Michael, Mackling William: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership structure. Journal of Financial Economics, Harvard. Harvard University Press, 1976. 77 str.
25. Kleidienst Robert: Godlje so si vlagatelji skuhali sami. Finance - priloga, Ljubljana, 16.9.2002, str. 21.
26. Koražija Nataša: Še vedno zaupate karizmatičnim voditeljem?. Manager, Ljubljana, 2002, 12, str. 12.
27. Koretz Gene: What's behind the buybacks. Business Week, New York, 16. 2. 2004, str. 28.
28. Krašovec Tone: Nagrajevanje: Davčna zapornica za opcije. Svetovalec iz gospodarskega vestnika, Ljubljana, 2001, 28, str. 54.
29. McGuire Jean, Matta Elie: CEO stock options: The silent dimension of ownership. Academy of Management Journal, New York, (46) april 2003, str. 255-265.
30. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 190 str.
31. Ofek Eli, Yermack David: Taking stock: Equity-based compensation and the evolution of managerial ownership. Journal of Finance, New York, (55), junij 2000, str. 1367-1384.
32. Out of options. The Economist, London, 12.7.2003, str. 55-56.
33. Petrič Tine: Dokument na štirih straneh. Manager, Ljubljana, 2002, 7, str. 47.
34. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 199. 205 str.
35. Reingold Jennifer: Nice Option If You Can Get It. Business Week, New York, 4.5.1998, str. 111.
36. Revell Janice: Mo' money, fewer problems. Fortune (Europe), London, 31.3.2003, 6, str. 13.
37. Rus Andrej: Dokazovanje ega, nadarjenosti in ambicij. Manager, Ljubljana, 2003, 5, str. 108.
38. Sahlman William: Expensing options solves nothing. Harvard Business Review, Harvard, 2002, 12, str. 90-97.
39. Samec Nataša: Uvedba delniškega opcijskega programa. Pravna praksa, Ljubljana, 2002, 30, str. 6-9.
40. Share and share unalike. The Economist, London, 9.8.1999, str. 18-21.
41. Taken for a ride. The Economist, London, 13.7.2002, str. 64.
42. The trouble with share options. The Economist, London, 9.8.1999, str. 13-14.
43. Use and abuse. The Economist, London, 20.7.2002, str. 12.

44. Veselinovič Draško: Opcije in njihovo vrednotenje kot osnova za izvedene finančne oblike - doktorska disertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 257 str.
45. Vovk Irena: 11. posvetovanje: Gospodarski subjekti na trgu. Pravna praksa, Ljubljana, 2003, 19, str. 34.
46. Yermack David: Executive Stock Options: Puzzles, Problems and Mysteries. New York University: Stern School of Business, New York, 5.4.2001, 6 str.
47. Zupan Nada: Nagradite uspešne. Ljubljana: GV Založba, 2001. 304 str.
48. Zver Sonja: Motivi in učinkovitost izvedenih finančnih instrumentov. Podjetje in delo, Ljubljana, 2002, 6, str. 1673-1677.

Viri

1. Aboody David, Kasznik Ron: Stock Options – It's All in the Timing. Stanford University GSB,
[URL: <http://www-gsb.stanford.edu/research/reports/1999/kasznik.html>], 1999.
2. Chicago Board of Options Exchange (CBOE)
[URL: <http://quote.cboe.com/QuoteTable.asp?TICKER=jpm&CBOE=on&ALL=2>], 27.2.2004.
3. Coy Peter: The problems with stock options. Business Week Online,
[URL: <http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/nov1999/nf91116c.htm?scriptFramed>], 16.11.1999.
4. IBM:
[URL: <http://www.ibm.com/press/PressServletForm.wss?MenuChoice=pressreleases&TemplateName=ShowPressReleaseTemplate&SelectString=t1.docunid=6732&TableName=DataheadApplicationClass&SESSIONKEY=any&WindowTitle=Press+Release&STATUS=publish>], 14.4.2004.
5. International Accounting Standards Board (IASB)
[URL: http://www.iasb.org/standards/ifrs_2.asp], 7.4.2004.
6. Seonet: Dodatna pojasnila vezana na opcijski načrt ETOL d.d.
[URL: <http://seonet.ljse.si/menu/default.asp>], 8.9.2003.
7. Seonet: Izvajanje opcijskega načrta v ETOL d.d.
[URL: <http://seonet.ljse.si/menu/default.asp>], 8.9.2003.

Slovar slovenskih prevodov tujih izrazov

Agency relationship – agentski odnos

Agency theory – teorija agentov

Benchmark - podlaga

Board of Directors – upravni odbor v enotirnem sistemu

Call – nakupna opcija

Cash flow from operations – denarni tok iz poslovanja

Cashless exercise program – nedenarni program izvršitve

Collar - ovratnica

Covered warrant – kriti opcijski vrednostni papir

Deadweight cost - diskont

Exercise (Strike) price – izvršilna cena

Equity swap – delniška zamenjava

Expiration – datum zapadlosti

In / at / out of the money option – opcija se splača / je na meji / se ne splača

Indexed options – indeksirane opcije

Intrinsic value – notranja vrednost

Perfect hedge – popolna zaščita pred tveganjem

Performance shares – nagrada v delnicah, vezana na doseganje ciljev podjetja

Put – prodajna opcija

Put-call parity – pariteta med nakupno in prodajno opcijo

Restricted stock – delnice z omejitvijo pri odtujitvi

Restricted stock options – delniške opcije z omejitvijo pri odtujitvi

Risk-free interest rate – netvegana obrestna mera

Target value – ciljna vrednost

Underlying asset – osnovni instrument

Vested options – izvršljive opcije

Volatility – nestabilnost / nestanovitnost

Zero sum game – igra z ničelno vsoto